

SUMAŞ
SUNİ TAHTA ve
MOBİLYA SANAYİ A.Ő.
DEĞERLEME RAPORU



Bağımsız Denetim
Yeminli Mali Müşavirlik A.Ő.

İÇİNDEKİLER

1. YÖNETİCİ ÖZETİ	4
2. DEĞERLEME AMAÇ VE KONUSU	5
2.1. Konu ve Amaç	5
2.2. Değerleme Uzmanının Kimliği	5
2.3. Değerlemenin Amacı	7
2.4. Değerin Tip ve Tanımı ve Değerlemenin Temeli	8
2.5. Değerlendirilecek Varlıkların Mahiyeti, Tasarruf Hakkı ve Yerleri	8
2.6. Değerleme Çalışmasının Tarih, Kapsam ve Boyutu	9
2.7. Değerlemeye İlişkin Varsayım ve Sınırlayıcı Koşullar	9
2.8. Uygunluk Bildirimi	12
3. DEĞERLEME YÖNTEMİ VE SONUCU	13
4. ŞİRKET TARİHİ VE TANITIMI	15
4.1. Genel Bilgi	15
4.2. Faaliyet Bilgileri	16
4.3. Adres Bilgileri	19
4.4. Sermaye ve Ortaklık Yapısı	20
4.5. Yönetim ve Personel Yapısı	21
5. TEMEL EKONOMİK GELİŞMELER	22
5.1. GSMH' da Gelişmeler	22
5.2. Dış Ticaret Gelişmeleri	31
5.3. Enflasyon	33
5.4. Bütçe ve Mali Denge	35
5.5. Faiz Gelişmeleri	37
5.6. İşsizlik	37
6. OSB(ORIENTED STRAND BOARD-YÖNLENDİRİLMİŞ YONGA LEVHA) SEKTÖR BİLGİLERİ	39
6.1. Ürünün Özellikleri	39
6.2. Dünya Levha Üretimi	42
6.3. Türkiye' de Sektörün Gelişimi	42

7. SUMAŞ ÜRETİM-PAZAR BİLGİLERİ VE REKABET	45
7.1. Satış ve Pazar Bilgileri	46
7.2. Rekabet	48
8. TEMEL VARSAYIMLAR VE FİNANSAL PROJESİYON	50
8.1. Temel Varsayımlar	50
8.2. Projeksiyon Dönemi ve Şirket Ömrü	50
8.3. Satışların Tahmini	51
8.4. Giderlerin Tahmini	55
8.5. İşletme Sermayesi Tahmini	57
8.6. Yatırım, Amortisman Giderleri ve Vergi Oranı Tahmini	58
8.7. Tahmini Gelir Tablosu	58
9. DEĞERLEME	59
9.1. Değerleme Yaklaşımı Seçimi	60
9.2. Değerleme Yöntemi ve Sonucu	61
9.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları	61
9.2.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Sonucu	67
9.2.2. Göreceli Değerleme	68
9.2.2.1. Göreceli Değerleme Sonucu	69
9.2.3. Defter Değeri	71
9.2.3.1. Defter Değeri Sonucu	71
9.2.4. Değerleme Sonucu	72
EKLER	
EK I- Sumaş Suni Tahta ve Mobilya San. A.Ş. Tarihsel Bilançosu	
EK II- Sumaş Suni Tahta ve Mobilya San. A.Ş. Tarihsel Gelir Tablosu	
EK III-Sumaş Suni Tahta ve Mobilya San. A.Ş.'nin Göreceli Değerlemeye Göre Değeri	
EK IV-Sumaş Suni Tahta ve Mobilya San. A.Ş.'nin İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değeri	
EKV: Benzer Şirket Bilgileri	

1. YÖNETİCİ ÖZETİ

Değerleme raporumuz, SUMAŞ Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş. talebi sonucunda düzenlenen 05.09.2017 tarihli sözleşmeye istinaden, Sumaş Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.' nin “**pazar değeri**”ni tespit etmek amacıyla hazırlanmıştır. Değerin tespiti ve raporlanmasında, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ” hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

Değerleme uzmanı olarak;

- Raporunda sunulan bulguların Değerleme Uzmanı'nın bilgisi çerçevesinde doğru olduğunu,
- Analizler ve sonuçların sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerlendirme konusunu oluşturan şirketle herhangi bir ilgisinin olmadığını,
- Değerleme Uzmanı'nın ücretinin, raporun herhangi bir bölümüne bağlı olmadığını,
- Değerlemenin ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirildiğini,
- Değerleme Uzmanı'nın mesleki eğitim şartlarına haiz olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerlemesi yapılan şirketin türü ve faaliyetleri konusunda daha önceden deneyimi olduğunu,
- Raporunda belirtilenlerin haricinde hiç kimsenin bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmadığını beyan ederiz.

Bu şartlar altında, raporumuzun ilgili bölümlerinde anlamları ve hesaplanma biçimleri ayrıntılı olarak açıklanmış bu sonuçlar arasında Sumaş Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.' nin değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam 09.10.2017 tarihi itibarıyla yaklaşık **36.184.391. TL**'dir. **Kanaatimizce, bulunan bu hisse fiyatı adil ve makuldür.**

2. DEĞERLEME AMAÇ VE KONUSU

2.1. Konu ve Amaç

CPATURK Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. ("CPATURK") tarafından düzenlenen bu Değerleme Raporu, SUMAŞ Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.' nin talebine istinaden, SUMAŞ Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.' nin ("SUMAŞ" veya "Şirket") tahmini piyasa değerini, SPK tarafından yayınlanmış olan (III-62.1) sayılı Tebliğ ve eklerinde yer alan değerlendirme standartlarına uygun olarak tespit etmek amacıyla düzenlenmiştir.

2.2. Değerleme Uzmanın Kimliği

CPATURK Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş., Taksim-İstanbul adresinde faaliyetlerini sürdürmektedir. Firmamızın Sermaye Piyasası Kurulu , Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu ve Kamu Gözetimi Muhasebe Denetim Standartları Kurumu'ndan alınan KAYİK dahil denetim yetki belgelerine ek olarak, 3568 sayılı Yeminli Mali Müşavirlik Kanunu uyarınca vergi denetimi yapma yetkisi de bulunmaktadır.

Değerleme Uzmanı Coşkun Gülen, 1989 yılında Anadolu Üniversitesi İktisat Fakültesinden mezun olduktan sonra özel sektör de Muhasebe yardımcısı olarak iş hayatına başlamıştır. Daha sonra çeşitli şirketler de muhasebe müdürlüğü ve finans uzmanı olarak çalışmıştır. 1993 yılında Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik yeterlilik sınavını kazanarak Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik ruhsatını almıştır.

1995 yılında Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik ve Finans danışmanı olarak kendisine ait bir şirket kuran Gülen, 15 yıl süreyle Sektörlerinde öncü birçok firmaya muhasebe ve maliyet sistemlerinin kurulması, şirket birleşme, bölünme, nevi değişiklikleri ve Yönetim Danışmanlığı ile Finans danışmanı olarak hizmet de bulunmuştur. Birçok şirkete değerlendirme uzmanı olarak değerlendirme çalışmaları yapmıştır. İstanbul Ticaret Üniversitesi' nde Muhasebe Denetim alanında Yüksek Lisans eğitimi almıştır.

İstanbul Gelişim Üniversitesi' nde 2 yıl süreyle öğretim görevlisi olarak Muhasebe, Vergi Uygulamaları, Finansal Tablolar Analizi ve Bağımsız Denetim dersleri vermiştir.

2007 yılında Yeminli Mali Müşavirlik sınavını kazanarak Yeminli Mali Müşavirlik unvanını almıştır. TÜRMOB tarafından oluşturulan Türkiye Denetim Standartları hazırlama komitesinde görev almıştır.

2013 yılın da Cpaturk Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. kurucu ortağı olarak yer almıştır. Halen CPATURK Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. de yönetici ortak olarak görev yapmaktadır. İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası ve Türkiye Muhasebe Uzmanları Derneği üyesidir

Değerleme uzmanı Cahit Yılmaz, bu çalışmada "Danışman" ünvanı ile yer almıştır. Proje Değerlendirme ve Analiz Danışmanlık Hiz. Ltd. Şti. uzmanı olarak çalışmaktadır ve şirketin CPATURK Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. ' ye sağladığı danışmanlık hizmetleri kapsamında yapılmış olan danışmanlık sözleşmesi ile bu değerlendirme çalışmasında CPATURK Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. hizmet vermektedir.

Cahit Yılmaz, 1984 yılında Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İktisat Bölümünden mezun olduktan sonra Türkiye Kalkınma Bankası' nda uzman yardımcısı olarak çalışmaya başlamıştır. 1989 – 90 döneminde, İngiliz Hükümeti' nden aldığı burs

ile London School of Economics and Political Sciences' da 1 yıl süreyle Research Scholar olarak bulunmuştur. 2012 yılında İstanbul Ticaret Üniversitesi, İşletme Bölümü' nden yüksek lisans derecesi, 2016 yılında Okan Üniversitesi' nden, İşletme Doktora programını tamamlayarak doktora derecesini almıştır.

1996 yılında Kalkınma Bankası' ndan ayrılarak özel sektörde çalışmaya başlamıştır. 1997 yılında Yaşar Yatım A.Ş.' nin kuruluş çalışmalarında bulunmuş ve Kurumsal Finansman Müdürü olarak çalışmış, bu dönemde (1996- 1998) çok sayıda şirketin halka arzına katılmıştır. Daha sonra EGS Bank (Krediler müdürü) ve EGS Yatırım' da (Genel Müdür danışmanı) yöneticilik görevlerinde bulunmuştur. 2002-2003 döneminde Sümer Leasing Genel Müdür Vekilliği ve Es Yatırım A.Ş. yönetim kurulu üyeliği yapmıştır. 2001 – 2005 eğitim döneminde Yeditepe Üniversitesi' nde, 2006' dan bu yana ise Kültür Üniversitesi' nde Sermaye Piyasası, Finansal Kurumlar ve Bankacılık konulu dersler vermektedir. 2011 yılında kurulmuş olan Proje Değerlendirme ve Analiz Danışmanlık Hiz. Ltd. Şti' nin kurucu ortağıdır.

Sermaye Piyasaları, kredi derecelendirme ve kurumsal derecelendirme lisanlarına sahiptir.

2.3. Değerlemenin Amacı

Rapor, 18.09.2017 tarihi itibarıyla SUMAŞ Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.'nin "pazar değerini" tespit etmek üzere düzenlenmiştir.

Bu raporda, **SUMAŞ** yönetiminden gelen talep üzerine, şirket için değerlendirme çalışması yapılmış ve bulunan sonuçlar sunulmuştur. Raporun amacı, "çok ortaklı bir şirket olma özelliği nedeniyle SPK' na tabii olan Şirketin hisselerinin kotasyona alınabilmesini

teminen...” gerekli olan çalışmalarda kullanılmak üzere, Sermaye Piyasası Kurulu’ nun düzenlemelerine bağlı olarak talep edilen değerlendirme raporunun hazırlanması ve yönetime yardımcı olacak bilgilerin sunulmasıdır.

Değerin tespit edilmesi ve raporlanmasında, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ” (III-62.1) ve ekleri hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

2.4. Değerin Tip ve Tanımı ve Değerlemenin Temeli

Raporda, Pazar değeri yaklaşımı ile değerlendirme çalışması yapılmıştır. “Pazar değeri ; bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir alıcı ve istekli bir satıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve bir zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvaazasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.” (SPK Tebliğ, III- 62.1 Eki: Uluslararası Değerleme Standartları-2017:)

Değerleme, SPK’ nun ilgili tebliğiyle (III-62.1) belirtilmiş olan uluslararası değerlendirme standartları başta olmak üzere, değerlendirme konusunda kabul edilmiş genel prensiplere uygun olarak gerçekleştirilmiştir.

2.5. Değerlendirilecek Varlıkların Mahiyeti, Tasarruf Hakkı ve Yerleri

Değerlemeye konu varlık (şirket), SPKa’ nu kapsamında halka açık sayılan ve SPKa’ nun ilgili tebliği gereğince değerinin belirlenmesi istenen SUMAŞ şirketinin hisse senetleridir. Hisse senetleri üzerinde imtiyaz bulunmamaktadır.

2.6. Değerleme Çalışmasının Tarih, Kapsam ve Boyutu

Rapora konu araştırmaların gerçekleştirildiği tarih, Ağustos-Eylül 2017 dönemidir.

Raporun kapsamı, değerlemeye konu şirketin faaliyetleri hakkında bilgi toplanması, ilgili şirketlerin, sektörlerin ve genel ekonomik durumun incelenmesi, bu şirketlerin mevcut yapısı ve geleceğe ilişkin beklentilerinin yöneticileri ile detaylı şekilde tartışılması ve sorgulanması, bütçe ve faaliyet hedeflerinin gözden geçirilmesi ve finansal olarak modellenmesi şeklindedir. Değerleme çalışmasında, kamuya açık bilgiler, genel ekonomik durum, ilgili sektörler ve benzer şirketlerle ilgili mevcut verileri dışında, değerlemeye konu şirket tarafından sağlanan bilgiler (mizanlar, mali tablolar, tamamlayıcı tablolar, projeksiyonlar vb) kullanılmıştır. Bu bilgilerin ve mali tabloların şirket faaliyetlerini doğru olarak yansıttığı kabul edilmiş ve doğruluğu hakkında ayrıca bir inceleme yapılmamıştır.

2.7. Değerlemeye İlişkin Varsayım ve Sınırlayıcı Koşullar

Bu çalışma, ilgili şirket tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, şirket yönetimi ile şirketin mevcut yapısı ve geleceğe ilişkin beklentileri değerlendirilmiş ve bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği performans da dikkate alınmıştır. Değerleme çalışması SUMAŞ için denetimden geçmiş 2014, 2015, 2016 ve 2017/6 dönemine ait mali tablolara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu mali tablolara ayrıca, herhangi bir denetim veya inceleme yöntemleri uygulanmamıştır. Şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgiler veri alınmış ve şirket faaliyetlerini doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir.

Bu raporda bulunan değerlendirme sonuçları sadece SUMAŞ Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş. yönetimine sunulmak içindir ve Şirketin borsaya kotasyonunu sağlamak üzere yapılacak çalışmalarda kullanılabilecektir. Bu nedenle, belirtilen bu amaç dışında kullanılması doğru olmayabilir.

Hisse senedi değerlemesi, piyasa fiyatını etkileyebilecek ilgili tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörler genellikle şunları içerir:

- İşletmenin geçmişi
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görüntüsü
- İşletmenin mali yapısı ve defter değeri
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi
- İşletmenin temettü ödeme kapasitesi
- İşletmenin, sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri
- Hisse senetlerinin satılabilir potansiyeli (talebin varlığı ve yeterliliği)
- Satılan hisse senetlerinin şirketi kontrol gücü sağlayıp sağlamadığı
- Şirket hisseleri halka açık ise, piyasanın şirkete biçtiği değer ve satılacak hisselerin büyüklüğü

Bu rapor, şirket değerini belirlemede etkisi olan bu faktörlerin hepsini dikkate alarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- Değerlemesi yapılan aktifler için bir hukuki çalışma yürütülmemiştir. Özellikle gayrimenkuller üzerinde ipotek vs gibi kısıtlar olup olmadığı konusu ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle değerlendirme çalışmasında, değerlemeye konu aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı hak olmadığı kabul edilmiştir.
- Bu raporda kullanılan tüm bilgiler şirket yönetimi tarafından sağlanmış, doğru olduğu kabul edilen bilgilerdir.
- Değerleme çalışması sırasında, şirketin faaliyetini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun olduğu kabul edilmiş ve bu husus ayrıca incelenmemiştir.
- Rapor, işletmenin sürekliliği prensibine göre hazırlanmıştır. Bu açıdan, Şirket' in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek, mali kriz, doğal afetler, siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler gibi alışlagelen dışındaki gelişmeler olmadan işletmenin öngörülebilir gelecekte faaliyetlerini sürdürmeye devam edeceği kabul edilmiştir. Aynı şekilde, işletmenin yönetim ve personel kadrosunda, sürekliliği engelleyecek biçimde önemli, olumsuz bir gelişmenin olmayacağı varsayılmıştır.
- Bu rapora konu değerlendirme çalışması, bilinen değerlendirme metodları kullanılarak üst düzeyde uzmanlık bilgisi ile yapılmıştır. Ancak, piyasa koşullarında meydana gelebilecek çok önemli değişmelerin şirket değerini etkileyebileceği ve şirket değerinin yukarı veya aşağı yönde hareket edebileceği bilinmektedir. Bu durumda, şirket değerinin yeni koşullar altında yeniden belirlenmesi hususunda CPATURK ' nün bir yükümlülüğü bulunmamaktadır.
- Değerleme konusu şirket, genel olarak yonga levha olarak isimlendirilmesine karşın, teknik özellikleri itibarıyla çok farklı bir ürün olan OSB (yönlendirilmiş yonga levha) üretimi ve satışı yapmaktadır. Şirket 1981 yılından bu yana üretim yapmaktadır. Üretim kapasitesinin hemen tamamını kullanan şirketin büyümesi, kapasitenin etkin kullanımı yanısıra yeni yapılacak yatırımlara bağlıdır. Bu nedenle, değerlendirme çalışmasının esas verilerini de oluşturan şirketin büyüme projeksiyonları, geçmiş verilerden hareketle ve makul biçimde hazırlanmıştır.

- Çalışma, burada kullanılan projeksiyonların gerçekleştirilebilirlikleri veya kullanılan varsayımların dayanakları hususunda güvence vermeye yönelik değildir. Genellikle, olayların ve koşulların beklendiği gibi gerçekleşmemesinden dolayı, projeksiyonlarda öngörülen sonuçlar ile fiili durum arasında farklılıklar olabilmektedir. Bu farklılıklar zaman zaman önemli sonuçlar doğurabilmektedir.
- Değerlemede, olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

2.8. Uygunluk Bildirimi

CPATURK hazırlanmış olan 18 Eylül 2017 tarihli SUMAŞ Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş. değer tespit raporunun, Sermaye Piyasası Kurulu' nun (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" e ve aynı Tebliğin eklerinde yer alan değerlendirme standartlarına ve açıklamalarına ayrıca Sermaye Piyasası Kurulu' nun 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararına uygun olarak hazırlanmış olduğunu beyan eder.

Raporun ücretlendirilmesi sabit ve peşinatl şekilde belirlenmiş olup, değerlendirme sonucuna herhangi bir şekilde bağı veya ilişkili değildir.

3. DEĞERLEME YÖNTEMİ VE SONUCU

Değerleme çalışmasında Şirket'in şu andaki mevcut durumu ve yapısı gözönünde bulundurularak değerlendirme yöntemi olarak şu yöntemler kullanılmıştır:

- İndirgenmiş Nakit Akımları,
- Göreceli Değerleme (Piyasa Çarpanları) ve
- Defter Değeri

Kullanılan yöntemlerden ilki olan indirgenmiş nakit akımları (İNA), gelecekteki büyüme ve risk faktörlerini gözönünde bulunduran bir yöntemdir. İNA'ya göre Şirketin tahmini piyasa değeri 43,625,091 TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 1 : Sunaş Değerleme Sonucu

Değerleme Sonucu			Bin TL
Yöntem	Değer	Tartı	Değere Katkı
İndirgenmiş Nakit Akımları	43,625	50.0%	21,813
Göreceli Değerleme	47,780	25.0%	11,945
Defter Değeri	9,707	25.0%	2,427
Tahmini Piyasa Değeri			36,184

Değerlemede kullandığımız ikinci yöntem göreceli değerlendirme yöntemidir. Bu yöntem değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut piyasa koşullarını en iyi yansıtan yöntemdir. Hali hazırda halka açık, ikincil piyasada hisse senetlerinde alım-satım işlemi yapılabilen şirketlere göre Şirketin değeri hesaplanmıştır. Bu yöntemle göre tahmini piyasa değeri 47,780,252 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerlemede kullandığımız üçüncü yöntem ise defter değeri yöntemidir. Bu yöntem şirketin kayıtlı değerlerini esas almaktadır.

Defter değeri yöntemine göre ulaşılan tahmini şirket değeri 9,707,131 TL'dir.

Sumaş' ın tahmini piyasa değerine ulaşmak için İndirgenmiş Nakit Akımlarına(İNA) %50, Göreceli Değerlemeye (GD) %25 ve Defter Değerine %25 ağırlık verilmiş ve 36,184,391 TL'lik tahmini piyasa değeri hesaplanmıştır. İNA yöntemine, şirketin faaliyetlerinin ve mevcut koşullarının değere katkısını daha iyi yansıtan bir yöntem olduğu için, diğer yaklaşımlara göre daha yüksek bir ağırlık verilmiştir. Göreceli değerlendirme ve defter değeri yöntemlerine ise eşit ağırlık (% 25) verilmiş ve şirket değeri bu yaklaşımla belirlenmiştir. **Kanaatimizce, bulunan bu hisse fiyatı adil ve makuldür.**

4. ŞİRKET TARİHİ ve TANITIMI

4.1. Genel Bilgi

Sumaş Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş. yonga levha tesisi 1976 yılında kurulmuş olup, Şirket söz konusu tarihten bu güne faaliyetlerini kesintisiz devam ettirmektedir.

2006 yılına kadar sunta ve suntalam üretimi devam etmiş olan Şirket, sunta piyasadaki karlılık giderek azalıp zarara dönüşmesi üzerine, yeni ahşap levha üretim yolları ve imkanları araştırılmış ve OSB (Oriented Strand Board) (TSE'deki ismi yönlendirilmiş lif levha) üretimine karar verilmiştir.

Ancak sunta üreten makinelerle OSB üretimi mümkün olmadığından tesiste gerekli değişikliklerin yapılmasına karar verilmiş ve işin gerektirdiği teknolojik yatırımlar gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda bazı makineler devre dışı kalmış bunların yerine yenileri alınmıştır.

Şirket, 2006 yılı içinde gerçekleştirdiği 934.873,84 TL tutarındaki yeni yatırım ile Türkiye'nin önde gelen OSB üreticisi haline gelmiştir. Söz konusu yatırım sonucunda, TSE standartlarında aylık 3.500 m3 OSB üretimini gerçekleştirilmektedir.

Yıllara göre faaliyetin gelişimi;

1981 yılı : Yonga levha üretimine başlanılmıştır.

1996 yılı : İç tüketimde kullanılmak üzere İtalyan teknolojisi kullanılarak Balıkesir / Burhaniye yolu üzerinde üre formaldehit fabrikası kurulmuştur.

1997 yılı : Melamin kaplı yonga levha (suntalam) üretimi için kurulan suntalam tesisi faaliyete geçmiştir.

2000 yılı : Ateşe dayanıklı sunta ve suntalam (firetex) üretimi, bunun için gerekli teknolojik yatırım gerçekleştirilmiştir.

2000 yılı : Rutubete dayanıklı sunta üretimine (gerçek yeşil sunta) başlanmıştır.

2004 yılı : Finish folio tesisi kurulmuş ve finish folio üretimine başlanmıştır. Ebatlama hattı kurulmuştur.

2006 yılı : Yeni yatırım ile kurulan OSB tesisi faaliyete geçmiştir.

2009 yılı : Suntalam üretim makina ve ekipmanının toplam 438.076,18 TL'ye satışı gerçekleşmiştir.

2015 yılı : Şirket, odun talaşlarının yüksek basınç altında sıkılaştırılması ile elde edilen organik yakıt türü olan pelet üretimine başlamıştır.

Şirket, yaklaşık 70 dönüm bir arazi içerisinde, tüm tesisler için yaklaşık 5.000 m2 kapalı alan kullanarak üretimini ve faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.

4.2. Faaliyet Bilgileri

Ortaklığın faaliyet alanı Yönlendirilmiş Lifli Levha ("Oriented Strand Board" veya "OSB") üretimidir. OSB, bir tür ahşap levha olup, esas itibariyle ucuz maliyetli sahip odunların yongalandıktan sonra bir yapıştırıcı ile basınç altında birleştirilmeleri suretiyle elde edilmektedir. Söz konusu levhalar, rutubete dayanıklılık, kırılmaya yüksek dirençli olma teknik özellikleri ile diğer ahşap levhalardan ayrılmaktadır. Bu levhaların teknik özellikleri TS EN 300 sayılı Türk Standardı ile tespit

edilmiştir. Bahse konu levhalar sahip oldukları teknik özellikler ile binaların çatı kaplamalarında, binaların ara bölmesi ve izolasyon uygulamalarında, prefabrik binaların inşaatında, duvar ve yer döşemelerinde, ambalaj yapımında, mobilya sanayiinde koltuk iskeleti ve arkalık yapımında, beton kalıplarında, reklam panolarında, prefabrik yapı elemanlarında ve duvar dekorasyon levhaları yapımında olmak üzere çok çeşitli alanlarda kullanılmaktadır.

Ortaklık, OSB-2/OSB-3 olmak üzere iki farklı cinsten ve 6-22 mm kalınlıklarda ve değişik ebatlarda üretim yapabilme kapasitesine sahiptir. Üretilen OSB-2 ve OSB-3 ürünleri arasındaki temel farklılık kuru veya nemli ortamlardaki dayanıklılık seviyelerindeki farklılıktır.

Üretilen ürünler için yurtiçi ve yurtdışı pazarlarında satış imkanı bulunmakla birlikte Şirket satışlarının çok büyük bir bölümünü yurtiçi pazarlarda gerçekleştirmektedir.

Şirket, Türkiye genelinde satış yapabilme imkânına sahip olmakla birlikte, satışların ağırlıklı kısmı Ege ve Marmara bölgelerine yapılmaktadır.

Şirket'in ürettiği ürünler aşağıda yer alan sektörlerde kullanılmaktadır:

- İnşaat Sektöründe (Çatı kaplaması ve izolasyon işlerinde)
- Ambalaj Sektörü
- Mobilya İmalatı (Özellikle koltuk iskeleti işlerinde)
- Gayrimenkul Dekorasyonu
- Otomotiv Sektörü.

TOBB'un, Şirket için hazırladığı ve 15.07.2018 tarihine kadar geçerliliği olan, 14.07.2016 tarih ve 16/109 sayılı Kapasite Raporu'nda Şirket'in OSB üretim kapasitesi ortalama 15mm kalınlıkta yıllık 63.187 m³ olarak hesaplanmıştır.

Üretimdeki artış veya azalışların önemli nedenlerinin başında, hammadde olarak kullanılan odun miktarının, hava şartlarına bağlı olarak, tedarikinde yaşanan dalgalanma yer almaktadır.

Sektördeki üretim miktarını etkileyen diğer bir önemli etken ise yurtdışından gerçekleştirilen OSB ithalatında görülen dalgalanmalardır. Gerek hammadde gerekse de enerji maliyeti yönünden avantajlı olan başta Romanya ve Bulgaristan gibi ülkelerden yapılan ithalat miktarları da sektörü olumsuz yönde etkilemektedir.

Şirket, Kanada ve ABD menşeli OSB ithalatına karşı 2008 yılında TC Ekonomi Bakanlığı, İthalat Genel Müdürlüğü'ne anti-damping başvurusunda bulunmuş olup, söz konusu ülkelerden gerçekleştirilen ithalatlara ilişkin anti-damping vergisi konulmasını talep etmiştir. İthalat Genel Müdürlüğü'nün 18.12.2008 tarihli 27084 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan İthalatta Haksız Rekabetin Önlenmesine İlişkin Tebliğ (No: 2008/34) ile ABD ve Kanada menşeli OSB ithaline ilişkin 5 yıl süreyle dampinge karşı kesin önlemler yürürlüğe konmuştur. Söz konusu anti damping karşı vergi oranları ABD menşeli OSB ürünlerinde %24,10, Kanada menşeli ürünlerde %14,93 şeklinde uygulanmıştır.

Dampinge karşı önlemlerin sona ermesinin dampedin ve zararın devamına veya yeniden meydana gelmesine yol açacağı iddiasıyla İhraççı, sektördeki diğer üretici olan SFC Entegre Orman Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin de desteğiyle TC Ekonomi Bakanlığı İthalat Genel Müdürlüğü'ne anti damping vergilerinin devamı amacıyla başvuruda bulunmuştur. İlgili başvuruya ilişkin T.C. Ekonomi Bakanlığı İthalat Genel Müdürlüğü Damping ve Sübvansiyon Araştırma Dairesi'nin hazırlamış olduğu Eylül 2014 tarihli Nihai Gözden Geçirme Soruşturması Nihai Bildirim Raporu, Şirket'in lehine sonuçlanmıştır. İlgili karar T.C. Ekonomi Bakanlığı İthalat Genel Müdürlüğü'nün 731165398-220.02 [NGS.200.01.2013]

ve “Nihai Gözden Geçirme Soruşturması” konu mektubu ile İhraççıya bildirilmiş olup, 13.11.2014 tarih ve 29174 sayılı Resmi Gazete’de iligi tebliğ “İthalatta Haksız Rekabetin Önlenmesine İlişkin Tebliğ” başlığı altında yayımlanmıştır.

Üretimde talep kaynaklı artış ve azalışlar ise inşaat ve yapı malzemeleri sektöründe görülen dalgalanmalardan kaynaklanmaktadır. Özellikle konut ve mobilya sektöründe görülen daralma ve genişlemeler, Şirket’in ve sektörün üretim miktarlarını doğrudan etkilemektedir.

Son yıllarda inşaat sektöründe görülen hızlı büyüme sonucunda sektörün ve Şirketin üretim düzeyinde de artış yaşanmıştır.

4.3. Adres Bilgileri

Şirketin adres ve iletişim bilgileri şöyledir:

SUMAŞ Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.

Adres : Yolören Köyü Mevkii, Edremit – Balıkesir

İletişim Bilgileri :

Tel : 0.266.392 11 69

Fax : 0.266.392 11 97

Web : www.sumas.com.tr

4.4. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

SUMAŞ sermaye ve ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2: SUMAŞ Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Hissedar Adı – Soyadı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Oranı (%)
Dr. Hilmi Evin Ertür	3,689,310.89	59.3%
Mehmet Ali Ciğer	391,053.60	6.3%
Emine Tarakçıoğlu	311,220.00	5.0%
Diğer*	1,832,815.51	29.4%
Toplam	6.224.400,00	100.0%

*Toplam Bilinen 1.577 kişi

Ortaklık'ın en büyük hissedarı Hilmi Evin Ertür' dür ve yönetim kontrolüne sahiptir. Paylar içerisinde imtiyazlı paylar veya grup ayırımı yoktur.

Ortaklığın mevcut çıkarılmış sermayesi 6.224.400,00 TL olup, bu sermaye her biri 0,01 TL nominal değerinde toplam 622.440.000 adet paydan oluşmaktadır. Bu sermayenin tamamı ödenmiştir.

4.5. Yönetim ve Personel Yapısı

SUMAŞ da, taşeron işçiler dahil olmak üzere yıl içinde çalışan personelin ortalama sayısı 76 kişi civarındadır. 2017 yılı Temmuz ayı itibariyle çalışan sayısı ve yerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 3 : SUMAŞ Çalışan Sayısı

SUMAŞ	Çalışan Sayısı
Beyaz Yaka	14
Mavi Yaka	28
Taşeron işçi	34
TOPLAM	76

İşletme bu kadrosu ile 3 vardiya esaslı olarak üretimini sürdürmektedir.

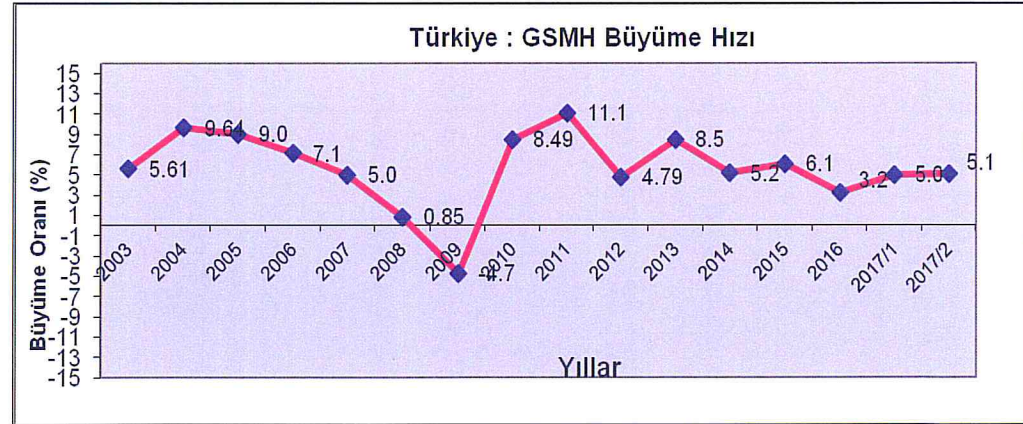
5. TEMEL EKONOMİK GELİŞMELER

2009 yılında yaşanan global kriz sonrasında hızla düzelen ekonomiler arasında yer alan Türkiye, 2010 ve 2011 yıllarını yüksek büyüme oranları ile kapatmış ancak, 2012 yılından sonra sürekli olarak düşük büyüme oranları ile karşılaşmıştır. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin çoğunda gözlenmekte olan orta gelir tuzağı olarak da açıklanmaktadır. 2017 yılı başında gerçekleşen referandum sürecinde ve sonrasında alınan genişlemeci ekonomik tedbirlere bağlı olarak, 2017 yılı ilk yarısından başlayarak önceki yıllara göre nispeten daha yüksek büyüme oranlarını gerçekleştirme olasılığının bulunduğu bir dönemin yaşanması mümkün görünmektedir.

5.1. GSMH' da Gelişmeler

Türkiye ekonomisinin (GSMH) 2016 yılı büyüme oranı, % 3,2 olarak gerçekleşti. (Bu oran daha önce, % 2,9 olarak açıklanmıştı ve 2017 yılı ikinci çeyrek verileri yayımlanırken düzeltilti).

2016 yılında büyümeye en fazla hangi sektörler katkı yapmış diye baktığımızda, sanayi sektörünün % 4,5 büyüme ile öne çıktığını görüyoruz. Tarım sektörünün ise, 2016 yılında % 4,1 oranında küçülmüş olduğu gözleniyor.



Grafik 1: Türkiye GSMH Büyüme Hızları

Tablo 4: GSMH Büyümesi 2016 - Sektörel Büyümeler

Sektörler	1. Çeyrek	2. Çeyrek	3. Çeyrek	4. Çeyrek	2016
Tarım	-4.3	-4.0	-6.5	1.3	-4.1
Sanayi	8.1	6.0	-0.8	5.0	4.5
Hizmetler	2.0	0.5	-7.4	1.8	-0.8
İnşaat	5.4	16.0	4.0	3.7	7.2
Bilgi ve İletişim	4.8	7.5	2.7	9.1	6.3
Finans ve Sigorta	8.6	13.5	-1.3	8.4	7.1
Gayrimenkul	4.1	4.6	3.0	2.7	3.6
Mesleki,İdari Hizmetler	7.4	12.9	2.1	1.3	5.6
Kamu Hizmetleri	4.7	5.0	5.2	3.1	4.5
Vergi-Sübvansiyonlar	2.8	4.8	1.0	4.9	3.4
GSYİH	4.5	5.3	-1.3	3.5	2.9

Kaynak : TÜİK

büyüme oranı, devletin aldığı teşvik nitelikli önlemlerin ekonomiyi olumlu etkileyeceği beklentilerine paralel olarak gerçekleşti.

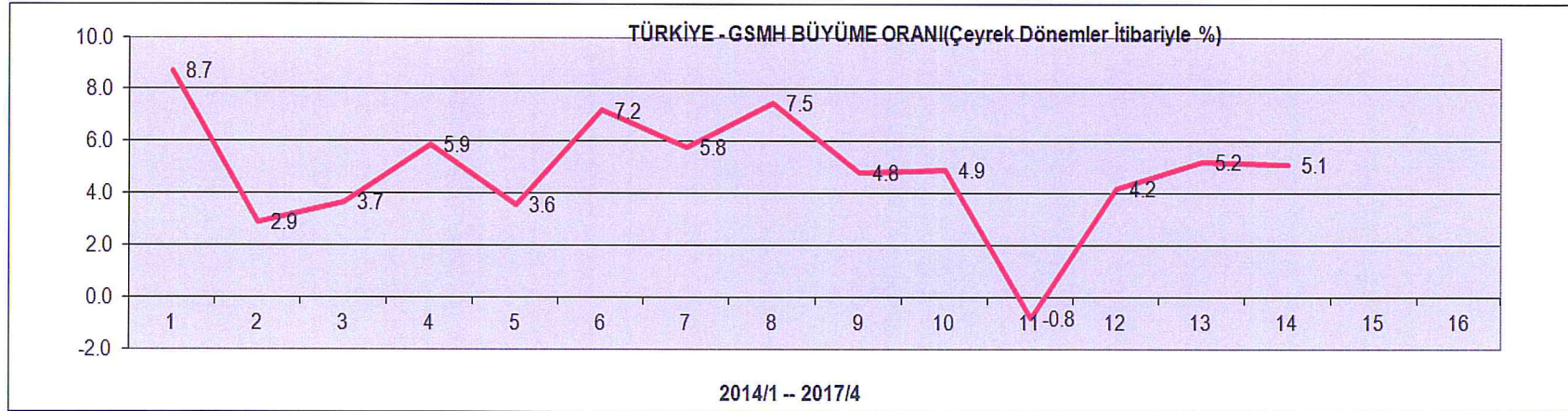
2017 yılı başından itibaren, ekonomideki yavaşlamayı gidermek ve büyümeye destek olmak amacıyla, hükümet tarafından bir dizi önlem açıklandı. Başta yeni yatırım teşvikleri yanısıra, mevcut faaliyetleri de desteklemek üzere kredi garanti fonu destekli kredilerin kullanılmasına başlandı. Bu tedbir de ekonomide ciddi rahatlama ve büyüme sağladı. Bu önlemler, yılın ilk yarısını olumlu etkiledi. Diğer yandan, 2016 yılı Temmuz ayında yaşanan olaylara bağlı olarak yılın genelini etkileyen düşük büyüme olgusu, 2017 yılında özellikle 3. Çeyrekte bir baz etkisi yaratacak görünmektedir. Bu durum, 3. Çeyrekteki büyümenin % 5,2 olarak gerçekleştiği görülmüştür.

İnşaat sektörünün 2016 yılı büyümesi ise, son çeyrekteki % 3,7 büyüme sonrasında % 7,2 olarak gerçekleşmiştir.

2017 yılı ilk iki çeyrek büyüme rakamları ise tahminlerin üzerinde gerçekleşti. 2017 yılı ilk çeyreğinde GSMH' nin % 5,2, ikinci çeyreğinde ise % 5,1 olarak büyüdüğü açıklandı. Oysa, ilk çeyrek için, referandum öncesinde yaşanan belirsizlik ve ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlamaya bağlı olarak daha düşük büyüme oranı bekleniyordu. Ancak, ikinci çeyrek

üzerinde gerçekleşmesi olasılığını artırmaktadır. Bu nedenlerle, 2017 yılının tamamında GSMH büyümesinin % 5 üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

2017 yılı gelişmesini karşılaştırmalı olarak göstermek üzere, GSYH büyüme rakamları aşağıdaki grafikte çeyrek dönemler itibariyle verilmiştir.



Grafik 2: Türkiye GSYH Çeyrek Dönem Büyüme Hızları

Büyümeye sektörel katkıların nasıl olduğunu ise aşağıdaki tablo göstermektedir. Tablo incelendiğinde, en fazla katkının dış ticaret

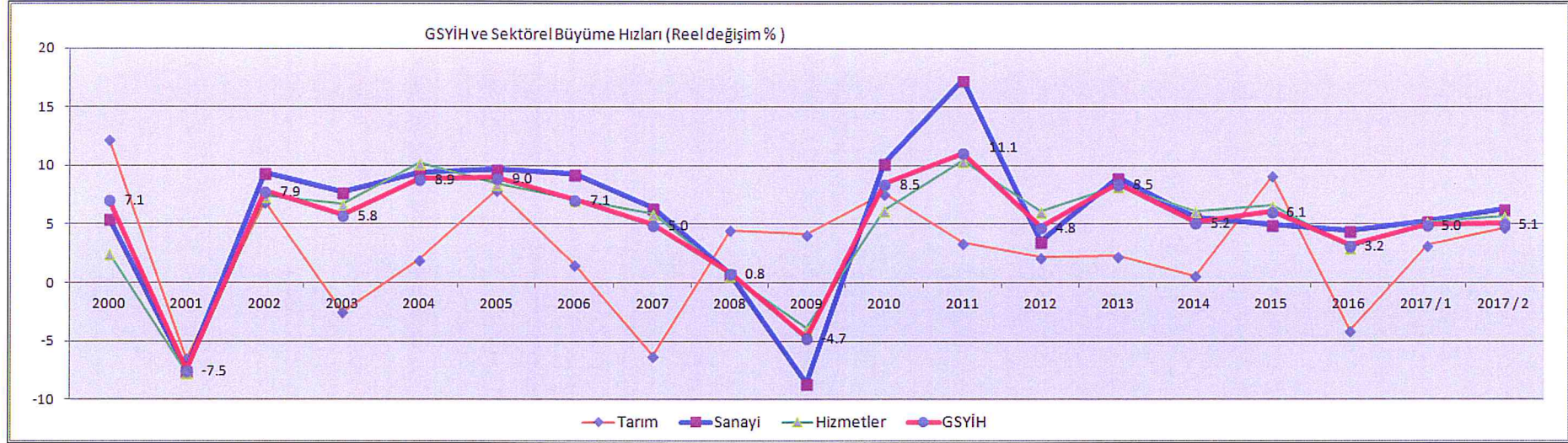
Tablo 5: GSYH (2017 1. Çeyrek) Katkı Kalemleri (Büyüme Hızları Olarak)

Harcama Kalemleri	2017/ 1. Çeyrek Büyüme Hızları (%)	2017/ 2. Çeyrek Büyüme Hızları (%)
Özel Tüketim	3,6	3,2
Kamu Tüketimi	9,7	-4,3
Yatırımlar (Kamu+Özel)	3,0	9,5
İhracat	10,9	10,5
İthalat	0,7	2,3

Kaynak : TÜİK

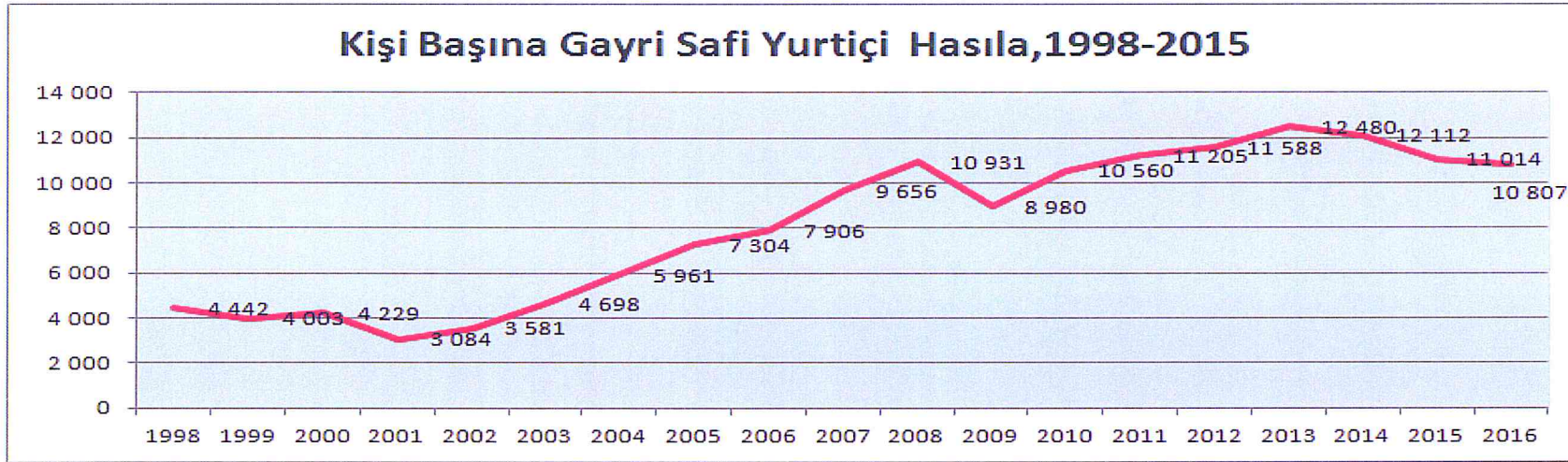
yatırımların niteliği incelendiğinde, inşaat yatırımlarının payının çok yüksek olduğu ve makina-teçhizat yatırımlarının payının ise % 8 üzerinde azaldığı görülmektedir.

Aşağıdaki Grafik 3' de sektörel gelişmeler gösterilmiştir. Buna göre, 2016 yılı son çeyreğinde sektörel katkılar çok azalmış iken, 2017 yılı ilk çeyreğinde özellikle tarım sektörü tarafından GSYH büyümesine katkı gelmiştir.



Grafik 3: Türkiye GSMH Sektörel Büyüme Hızları

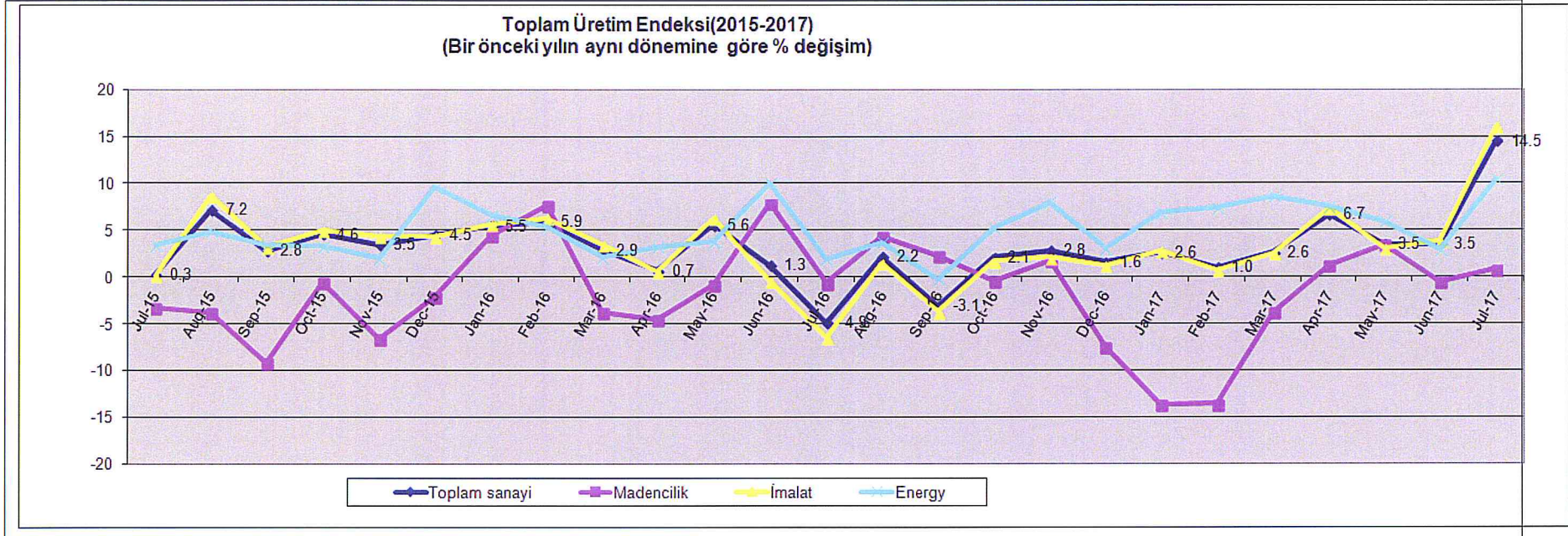
Bütün bu gelişmelerden sonra, kişi başına milli gelir rakamları ise aşağıdaki grafikte gösterildiği gibi olmuştur.



Grafik 4 : Türkiye : Kişi Başına Milli Gelir

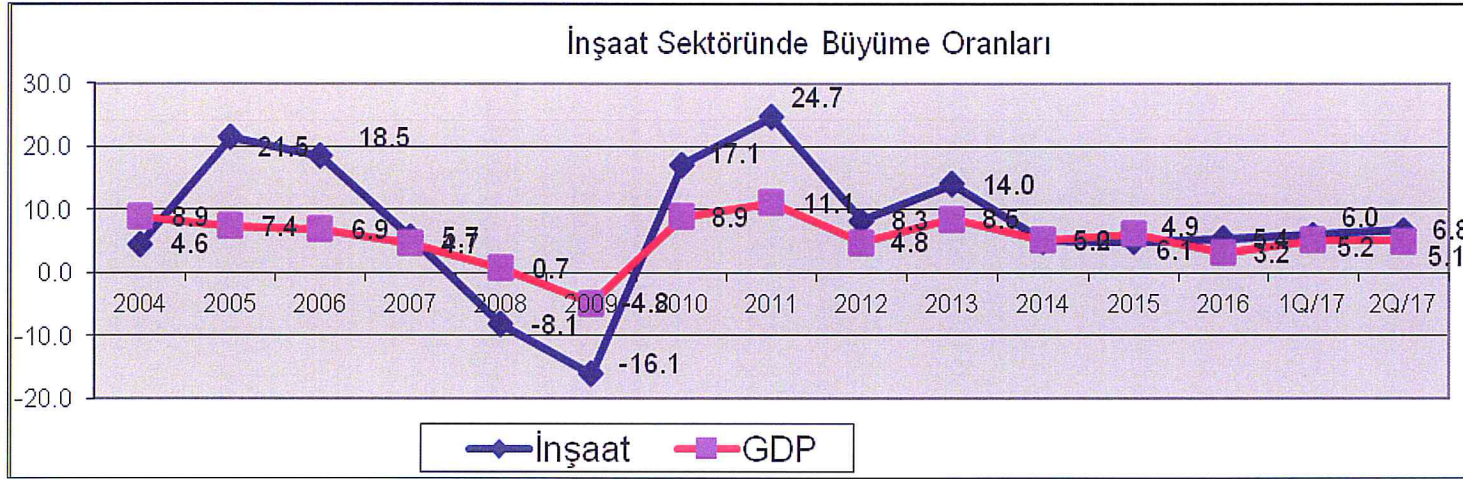
Diğer yandan, Türkiye ekonomisinde 2017 yılı başından itibaren bankalar üzerinden işletmeler desteklenmiş, ve faaliyetlerin sürmesi sağlanmıştır. Bu uygulamaların, bazı riskleri bünyesinde taşımasına rağmen, 2017 yılı genelini başarılı göstermesi beklenmektedir. Nitekim, ekonomide bir yandan kriz belirtileri konuşulurken, diğer yandan bankaların kar rekorları kırdığı bir dönem yaşanmaktadır.

2017 Yılı Nisan ayında gerçekleşen referandum öncesinde Türkiye ekonomisinde bir yavaşlama gözlenmiştir. Ancak, bu süreçte açıklanan genişlemeci politikaların Mart ayı sonrasında itibaren etkili olmaya başladığı görülüyor. Bu noktadan hareketle, ekonominin yılın ikinci yarısında % 5 üzerinde bir büyüme gerçekleştirmesi olasılığı da artmış bulunuyor. Aşağıdaki grafik, ekonomik büyümede son 10 aydır gözlenen yatay hareketin ilk kez Nisan 2017 döneminde yukarı doğru değiştiğini göstermektedir.



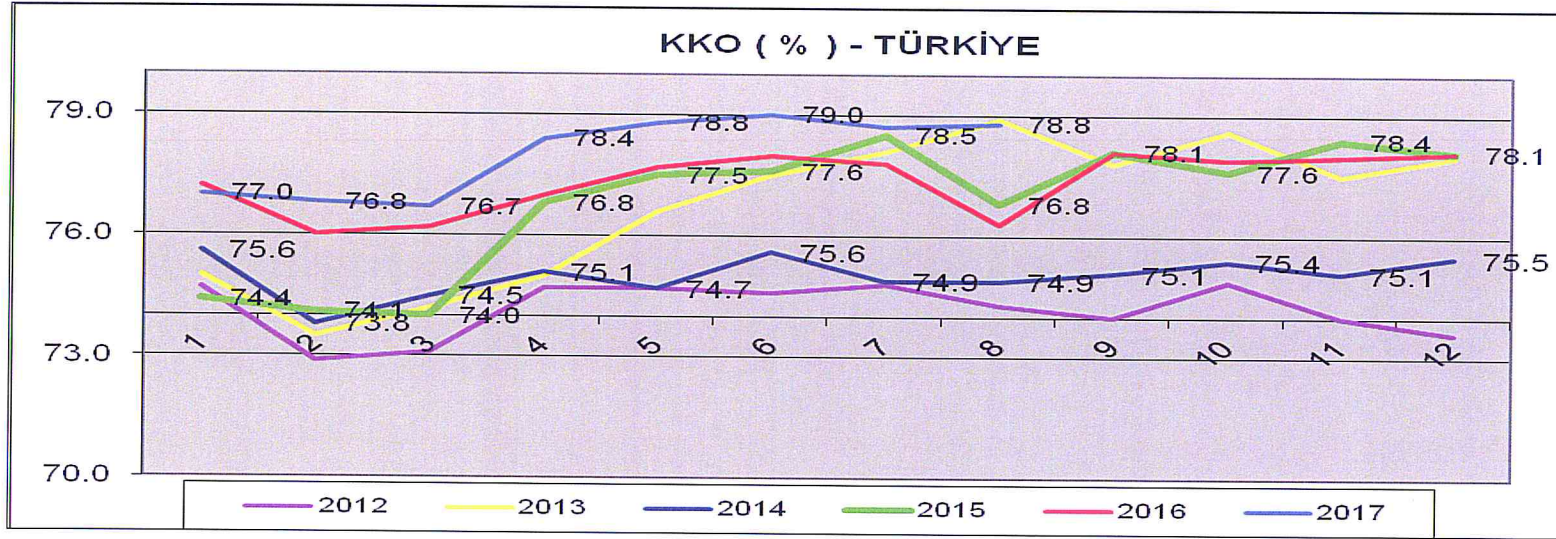
Grafik 5: Toplam Sanayi Aylık Üretim Endeksi

Rapora konu şirketin ağırlıklı olarak etkilendiği bir sektör olması nedeniyle inşaat sektörü gelişmesi de aşağıdaki grafikte sunulmuştur. Sektör, özellikle 2009 yılındaki kriz döneminden sonra, milli gelir artışlarının en büyük destekçisi durumunda olmuştur. Sürekli olarak milli gelir büyüme oranlarının üzerinde büyüme göstermiştir. 2017 yılı ilk iki çeyreğinde de, sırasıyla % 6 ve % 6,8 büyüme oranlarına ulaşmış ve milli gelir artışına en fazla katkıyı veren sektör olmuştur.



Grafik 6 : Toplam Sanayi Aylık Üretim Endeksi

Üretim tarafındaki hareketin en önemli göstergelerinden biri olan Kapasite Kullanım Oranı (KKO) 2017 yılının ilk 8 ayında oldukça yüksek kalmıştır. Bu sonuçta, hükümetin destekleyici politikalarının etkisi olduğunu anlaşılmaktadır. Yurt içi tüketimi destekleyen önlemlerin yanısıra, ihracatta yeniden artış görülmesinin kapasite kullanım oranlarını artırdığı söylenebilir.



Grafik 7 : Türkiye İmalat Sanayi KKO

Diğer yandan, son 5 yılda toplam kapasiteyi artıracak nitelikte çok fazla yatırım yapılmadığı dikkate alınırsa eğer, KKO rakamlarının fazla düşmemesini normal karşılamak gerekir. Bu durumun yakın geleceğe ilişkin olarak, yatırımların başlamasına neden olması beklenebilir.

5.2. Dış Ticaret Gelişmeleri

Türkiye, 2017 yılına dış ticaret hacmini büyüterek girmiştir. İlk 7 ay rakamlarına göre Türkiye' nin hem ihracatı hem de ithalatı artış göstermiştir. Ancak, (ilk 7 ay dengeli bir sonuç vermiş olsa da) kronik sorunumuz olan ithalat büyümesinin ihracattan fazla olması hali yine devam etmektedir. Son ayda (Temmuz) bu durum belirgin biçimde ortaya çıkmıştır. Bu durum, cari açık probleminin baskısını sürdürmesine neden olmaktadır.

Tablo 6: Dış Ticaretin Kompozisyonu (Milyon USD)

	Temmuz			Ocak - Temmuz			% Dağılım	
	2016	2017	% Değ.	2016	2017	% Değ.	2016	2017
İHRACAT	9,850	12,641	28.3	81,434	90,061	10.6	100.0%	100.0%
Sermaye Malları	1,127	1,418	25.8	9,221	10,761	16.7	11.3%	11.9%
Ara Malları	4,812	5,999	24.7	39,385	42,277	7.3	48.4%	46.9%
Tüketim Malları	3,884	5,178	33.3	32,309	36,606	13.3	39.7%	40.6%
Diğer	27	46	70.4	519	417	-19.7	0.6%	0.5%
İTHALAT	14,695	21,484	46.2	114,353	129,807	13.5	100.0%	100.0%
Sermaye Malları	2,866	3,054	6.6	21,435	17,687	-17.5	18.7%	13.6%
Ara Malları	9,806	15,912	62.3	76,761	96,176	25.3	67.1%	74.1%
Tüketim Malları	2,008	2,396	19.3	15,933	15,524	-2.6	13.9%	12.0%
Diğer	15	122	713.3	224	420	87.5	0.2%	0.3%
TİCARET DENGESİ	-4,845	-8,843	82.5	-32,919	-39,746	20.7		

Kaynak : TUIK

Dış ticaret hacminin artmasında en büyük katkı, AB ekonomilerinden geliyor. AB ekonomilerinin tahminlerden daha iyi bir büyüme performansı göstermesi, Türkiye' nin bu bölgeye olan ihracatını da artırmış görünüyor.

Milli gelir büyümesine de ihracat artışı ile önemli bir katkı verilmiş görünüyor. İhracat rakamları yılın ilk 7 ayında % 10,6 artış gösterirken, İthalat rakamlarındaki kümülatif artış ise % 13,5 olarak gerçekleşmiştir.

Burada nispeten olumsuz olan gelişme Mayıs ayından sonra Temmuz ayında da yaşanmış ve bu ay ihracat artış oranı % 28,3 olurken, ithalat artışı % 46,2 olarak gerçekleşmiştir. Önceki ayların hiç birinde böyle farklı bir artış oranı gözlenmemiştir. Bu durum, ihracatın ithalatı karşılama oranını Temmuz ayında % 59 gibi çok düşük bir seviyeye getirmiştir. Dönemsel olarak ise, % 69 ile, geçen yılki seviyesinin de altına düşmüştür.

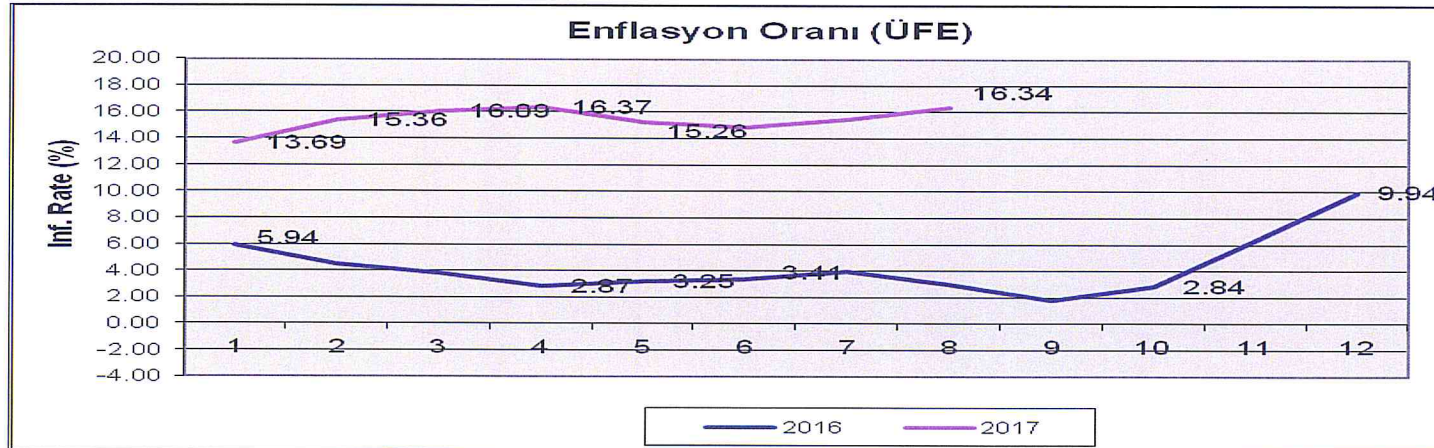
Türkiye büyürken, mutlaka ithalat artışı gerçekleşmektedir. Çünkü, üretimimiz ağırlıklı olarak ithal girdiler kullanılarak yapılabilmektedir.

Dış ticarete bir diğer olumsuz gelişme, ithalatın kompozisyonunda gözlenmektedir. Geçen yıl ilk yedi ay sonunda ithalatın % 18,7' si yatırım mallarından oluşuyor iken, bu yıl aynı dönemde ithalatın % 13,6' sı yatırım mallarından oluşmaktadır. Aynı şekilde ara malı ithalatının toplam ithalat içindeki payı % 67,1' den % 74,1' e çıkmıştır. Bu rakamlar, ithalatın yine ağırlıklı olarak ihracat yapabilmek için olduğunu göstermektedir. Bu yapısal durum, cari açığın kapanması önündeki en büyük engel olarak görünmektedir.

Bu gelişmelerden sonra cari işlemler açığı Mayıs ayındaki 5,3 milyar USD' dan sonra Haziran ayında 3,8 milyar USD olmuş ve yıllık açık 34,4 milyar USD' a ulaşmıştır. Yıl sonu itibariyle cari açığın 38 Milyar USD' ı bulması, GSYH' ya oranının yaklaşık % 5 olması öngörülmektedir.

5.3. Enflasyon

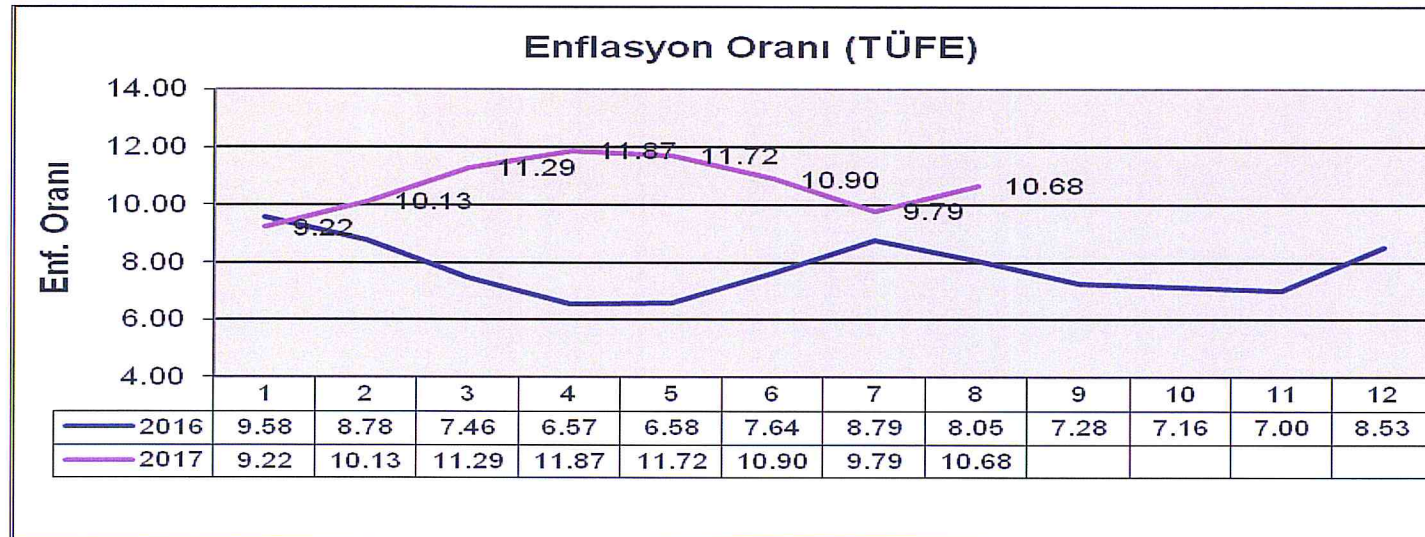
2017 yılı başından itibaren yüksek enflasyon oranları ile karşılaşan Türkiye' de Mayıs ayı enflasyon rakamı ile birlikte en yüksekten dönüş yaşanmıştır. Ancak, bu rakamlar, 2011 yılından sonra Türkiye ekonomisinin gördüğü en yüksek enflasyon oranları olmuştur. Ağustos ayında Üretici fiyatları % 0,85 oranında artmış, bu rakama bağlı olarak ilk 8 ay birikimli enflasyonu % 9,52, yıllık enflasyon ise, % 16,34 olmuştur.



Grafik 8: Enflasyon Oranı (ÜFE)

Üretici fiyatları içerisinde en yüksek artışın ara mallarında olduğu gözleniyor. Bu durum da kur etkisinin doğal bir sonucu olarak değerlendiriliyor.

Tüketici fiyatları bazında ise enflasyon Ağustos ayında % 0,52 oranında artmış ve yıllık enflasyon % 10,68 oranında gerçekleşmiştir. İlk 8 ay artışı ise % 6,60 olmuştur.



Grafik 9 : Enflasyon Oranı (TÜFE)

Tüketici fiyatları içerisindeki en yüksek artışların gıda, giyim, alkolsüz ve alkollü içeceklerden geldiği anlaşılmaktadır. Fiyatlar genel seviyesindeki bu artış oranları Merkez Bankası' nın hedeflerinin çok üzerindedir. Bu gelişmeler, faizler üzerinde baskı oluşturmaya devam edecektir.

5.4. Bütçe ve Mali Denge

Türkiye' nin Nisan ayı içerisinde yaşadığı anayasa referandumu süreci içerisinde en fazla etkilenen makro gösterge bütçe olmuştur. Haziran ayı itibariyle bütçe performansında geçmiş yıla göre belirgin bir bozulma gerçekleşmiştir. Bu bozulmada şirketlerin finansal durumlarını rahatlatmak amacıyla sosyal güvenlik prim ödemelerinin ertelenmesi ve Referanduma yönelik harcamalar etkili olmuş görünmektedir.

Temmuz ayı bütçe gelişmeleri incelendiğinde, yapılandırma kaynaklı gelir tahsilatı ve faiz hariç harcama artışlarındaki yavaşlama kaynaklı olarak bütçe performansında hafif iyileşme olduğu gözlenmektedir.

Milli gelir verileri incelenirken de belirttiğimiz gibi, kamu harcamaları büyük oranda artmış durumda ve bunun yılın ikinci yarısında da sürmesi beklenmektedir. Bu nedenle, bütçe açığı / GSYH oranının geçen yılki % 1,1 seviyesinin çok üzerine çıkarak % 2,5 oranına gelebileceğine yönelik tahminler yapılmaktadır.

Bütçe açığının artması, kamu borçlanma ihtiyacını da artırmıştır. Bu nedenle, Hazinenin iç borç çevirme oranları yükselmiştir. Bu gelişme, diğer yandan faizler üzerinde de baskı yaratmakta ve faizlerin düşmesini zorlaştırmaktadır.

Aşağıdaki tablo, İlk yedi ayda harcama artışlarının gelir artışlarının oldukça üzerine çıktığını göstermektedir. Harcama artışları içerisinde en büyük oranların sermaye transferleri, cari transferler, ve mal-hizmet alımlarında olduğunu görülmektedir. Diğer yandan, gelirler içerisinde vergi afları nedeniyle artan girişler olduğunun da hesaba katılması gerekmektedir. Bu durum, yılın ikinci yarısında devlet iç borçlanmalarına giderek daha fazla başvurulma olasılığını da artırmıştır. Bu gelişme de, faizler üzerinde bir başka baskı unsuru olarak ortaya çıkabilecektir.

Tablo 7 : Türkiye Bütçe Dengesi

Milyar TL	Temmuz 16	Temmuz 17	% Değişim	Ocak- Tem. 2016	Ocak- Tem. 2017	% Değişim
HARCAMALAR	42.4	51.6	21.7	316.3	376.0	18.9
1. Faiz Hariç Harcama	38.2	45.8	19.9	285.7	343.2	20.1
Personel Giderleri	12.4	13.9	12.1	89.3	95.7	7.2
Mal ve Hizmet Alımları	3.7	4.9	32.4	26.0	31.3	20.4
Cari Transferler	16.1	17.5	8.7	127.4	161.3	26.6
Sermaye Giderleri ve Transferleri	3.2	6.0	87.5	21.9	31.4	43.4
Diğer	2.8	3.5	25.0	21.1	23.5	11.4
2. Faiz Harcamaları	4.2	5.8	38.1	30.6	32.8	7.2
GELİRLER	42.5	52.5	23.5	317.6	351.6	10.7
Vergi Gelirleri	36.1	46.1	27.7	252.7	292.1	15.6
Vergi Dışı Gelirler	6.4	6.4	0.0	64.9	59.5	-8.3

Kaynak : Maliye Bakanlığı

Temmuz ayı itibariyle kümülatif bütçe verileri incelendiğinde, harcamalarda % 18,9 artış gözlenirken, gelirlerdeki artışın sadece % 10,7 oranında kaldığı görülmektedir.

Kamu yatırımlarında ilk 7 ay itibariyle artış görülürken, özellikle mal ve hizmet alımlarında da Temmuz ayında bir artış gözlenmiştir.

Vergi oranlarında yapılan indirimlerin etkisi ile ÖTV ve KDV gelir artışı azalma göstermiştir. Diğer yandan, geçici Kurumlar vergisinin ise yıllık % 39 oranında artış göstermesi olumlu bir gelişme olarak görünmektedir. Maliye Bakanlığı tarafından yapılan yapılandırmaların da etkisi ile vergi gelirlerinde % 15,6 civarında artış olduğu izlenmektedir. Ancak, vergi dışı gelirlerdeki % 8,3 oranındaki azalma ise geçen yılın bütçe gelirleri ile kıyaslandığında zayıf nokta olarak görünmektedir.

Bütçe açığındaki artış, Hazine' nin daha fazla borçlanmasına neden olmaya başlamıştır. Hazine, ilk 7 ayda 65,5 milyar TL iç borç servisine karşılık netde 36 milyar TL borçlanmıştır. Resmi hedefin üzerine çikılmıştır.

5.5. Faiz Gelişmeleri

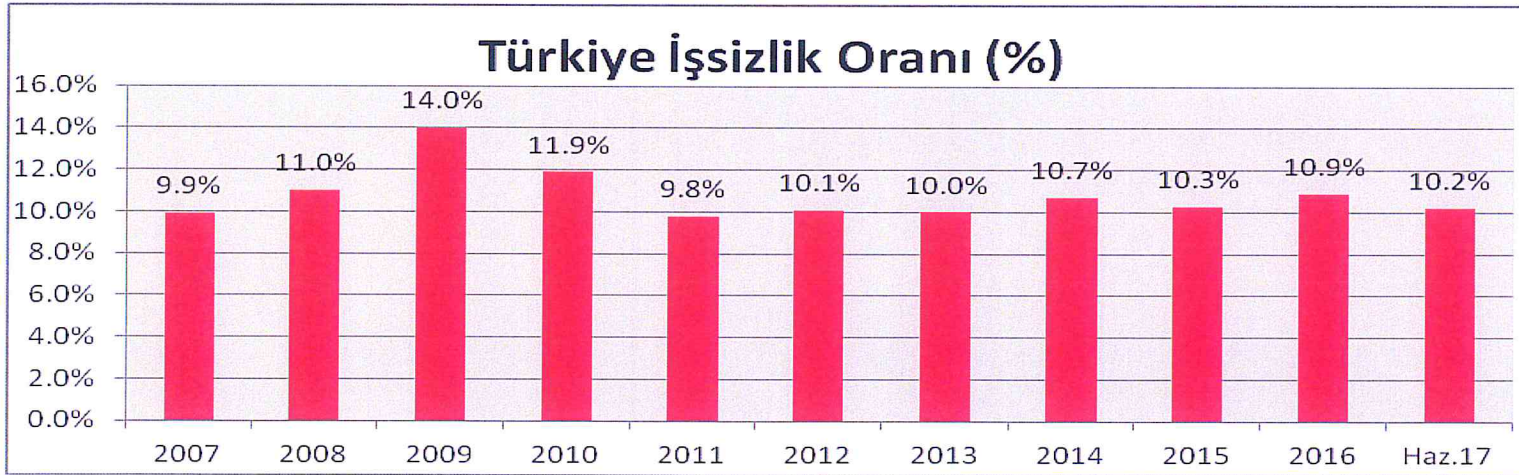
Merkez Bankası ortalama fonlama faiz oranı son dönem itibariyle % 12,50 civarında seyretmektedir. Dünyada faizlerde yükselme eğilimi ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu durum, faiz indirimleri beklenen Türkiye ekonomisi için de risk unsuru olarak görünmektedir. Eylül ayı itibariyle de faiz oranlarında bir değişime gidilmemiştir. Diğer yandan, Türkiye açısından halen en önemli risk kaleminin jeopolitik riskler olduğunun unutulmaması gerekmektedir.

5.6. İşsizlik

Türkiye' de ekonomik büyümenin kalitesine yönelik en büyük eleştiri, istihdam verileri kullanılarak yapılmaktadır. İstihdam verileri incelendiğinde işsizliğin, yüksek büyüme verileri açıklandığında bile çok fazla azalmadığı görülmektedir. Bu durum,

büyümenin üretim kaynaklı olmamasına bağlanmaktadır. İstihdam daha çok turizm, inşaat gibi hizmetler sektörü kanalları üzerinden yaratılmıştır ve bu alanlardaki daralmalar halinde de yeniden büyük işsizlik artışları yaşanmıştır.

2017 yılı Haziran ayı itibariyle istihdam da nispi bir iyileşme olmuştur. İşsizlik oranı Haziran 2017' de % 10,2 olarak gerçekleşmiştir (Ocak ayı rakamı % 13). İstihdama yönelik olarak hükümetin aldığı bazı önlemlerin (çalışanların SGK primlerini ödemek, işverenlerin yeni istihdama ikna edilmesi vb) etkisinin olumlu sonuçları olduğu gözlenmektedir. Böylece, işsizliğin % 10' ların altına çekilmesi olasılığı ortaya çıkmıştır.



Grafik 10 : Türkiye İşsizlik Oranları Gelişimi

6. OSB(Oriented Strand Board-Yönlendirilmiş Yonga Levha) SEKTÖR BİLGİLERİ

6.1. Ürünün Özellikleri

Ağaç malzeme günümüzde hem masif hem de odun kompozitleri olarak çok geniş ve değişik alanlarda değerlendirilmektedir. Masif ağaç malzemenin yapısı, geniş yüzey gerektiren kullanım yerlerinde yetersiz kalması ve hem ekonomik nedenlerle ve hem de ormanların yok olması tehlikesine karşı, odun hammaddesinden teknik yollarla yonga levha, lif levha, kontrplak vb ahşap levhalar üretilmektedir.

Yonga levha üretimine 1940' lı yıllarda başlanmıştır. Türkiye' de yonga levha ve lif levha üretimine ise 1950' li yıllarda başlanmıştır. Bu tarihlerden sonra şehirlerin yeniden yapılandırılması çalışmalarında geniş boyutlu malzemelere duyulan ihtiyaç nedeniyle yonga levha ve lif levha sanayileri hızla gelişmiştir.¹

SUMAŞ A.Ş. tarafından üretimi gerçekleştirilen OSB(Yönlendirilmiş yonga levha) nispeten yeni bir üründür ve sıklıkla benzer ürün olarak karşılaştırıldığı MDF ve Sunta' dan farklı özellikleri vardır ve bu nedenle de kullanım yerleri de farklıdır.

MDF (*Medium Density Fiberboard*); yapay olarak sonradan mühendislik çalışmasıyla üretilmiş bir kompozit ahşap malzemedir. İngilizceden çeviri ile tam ismi "*orta yoğunluktaki lifli levha*" dır. Termomekanik olarak odun veya diğer selüozik hammaddelerden elde edilen liflerin, sentetik yapıştırıcı ilavesiyle belirli bir rutubet derecesine kadar kurutulduktan sonra oluşturulan levha taslağının sıcaklık ve basınç altında preslenmesiyle elde edilen bir üründür.

¹ Orta Anadolu İhracatçı Birlikleri, (2016), Levha Sanayi Sektör Raporu-2015.

MDF'nin her noktasında liflerin eşit dağılması ve çok yoğun bulunuşu levhanın her iki yüzünün olduğu kadar, kenarlarının da makinayla herhangi bir kırılma olmaksızın ya da malzeme parçacıkları arasında boşluklar ortaya çıkmaksızın işlenmesine imkan sağlamaktadır. MDF bu sayede masa tablaları, kapı panelleri, kenarları pahalı veya profil yüzeyli çekmece alınları gibi parçaların üretilmesinde başarıyla kullanılabilir. Son derece düzgün ve homojen bir yüzeye sahip olan MDF gerek boyamada, gerekse dekoratif folyo, PVC veya ahşap kaplamada çok iyi bir taban oluşturur.

Sunta (Yonga Levha); Odun hammaddesinin, yongalama makinelerinde küçük parçalara bölünüp, kurutma fırınında belli bir nem oranına indirilip, eleme işleminden sonra, tutkal, sertleştirici madde ve hidrofobik özelliğini sağlayan maddelerinin karıştırılıp sıcaklık ve basınç altında belirli bir sürede preslenmesi sonucunda ortaya çıkan mamuldür.

MDF ile Sunta' nın arasındaki temel farklar şöyle sayılabilir: Her ikisi de talaşın preslenmesi ile oluşmuş tabakalardır. Sunta ucuz ve nispeten dayanıksız bir malzemedir. İnce yapılıdır ve sık bir malzeme değildir. Genelde dolap arkılığı ve benzeri yerlerde kullanılır. Sunta mobilyada iyi bir çözüm değildir. Bir süre sonra açma yapması kaçınılmazdır. Üzeri kullanılan yüzeylerde MDF ise daha iyi preslenmiş, daha kalın ve suntaya oranla daha sağlam bir malzemedir. Masa tablaları, dolap kapakları ve benzer yerlerde kullanılır. Muhtelif kalınlıkları mevcuttur.

Esas itibariyle her iki ürün de daha çok mobilya sanayinde kullanılmaktadır.

OSB ise özellikleri itibariyle sunta ve MDF' den çok farklıdır ve esas olarak inşaat sektöründe kullanılmaktadır. OSB, Yüksek Mukavemetli Neme Dayanıklı Levhadır. Kullanım yerleri şöyle sayılabilir :

Çatı kaplamaları, shingle altı levhası, yer döşemesi, kombine ve tek uygulamalarda.

Araç karoseri imalatında, her türlü iç dekorasyon işinde ve ambalaj sanayinde.

Mağaza, dükkan yapımı ve dekorasyonunda. Baraka ve prefabrik yapıların iç bölmelerinde.

Depo, sahne, spor salonu, okul gibi mekanlarda. Sıra, masa yapımı gibi marangozluk uygulamalarında.

Neme dayanıklı, düz ve izoleli satırların yapımında. Taşıyıcı zeminler, duvar ve ara bölme yapılarında. Duvar kaplamalarında.

Siding altında.



6.2. Dünya Levha Üretimi²

Dünya levha üretimi, 2009-2013 yılları arasında sürekli artan bir eğilim göstermiş ve 2009 yılında 77,9 milyon m³ olan üretim miktarı 2013 yılında 112,8 milyon m³ olmuştur.

Dünyanın en büyük levha üreticisi Çin' dir. Çin, dünya levha üretiminin % 55' ini gerçekleştirmektedir. Çin' den sonra sırayla, ABD, Almanya, Brezilya ve Türkiye gelmektedir. Türkiye, dünyanın en büyük beşinci levha üreticisi ülkesi konumundadır. Çin' in 2013 yılı levha üretim miktarı 62,5 milyon m³ iken, Türkiye' nin üretimi 4,3 milyon m³ olarak gerçekleşmiştir.

6.3. Türkiye' de Sektörün Gelişimi

Başta mobilya sektörü olmak üzere inşaat sektörü ile de doğrudan bağlantılı olan bu alt sanayi dalı (Levha Sektörü) son yıllarda büyük gelişim göstermiştir. Yaklaşık 300 bin kişiye doğrudan, 1 milyon insana dolaylı yönden istihdam imkanı sağlayan Ağaç Mamulleri ve Orman Ürünleri Sektörünün büyüklüğü Mobilya sektörü ile müşterek değerlendirildiğinde ülke ekonomisine 8 milyar dolarlık bir katkıda bulunmaktadır. ³ Orta Anadolu İhracatçı Birlikleri (2015) raporuna göre ise, sektörün Türkiye' deki büyüklüğü 12 Milyar Dolar civarındadır ve 2023 yılı hedefi ise 25 milyar dolar olarak belirtilmiştir.

² a.g.e., s.9-15' den derlenmiştir.

³ <https://www.orsiad.com.tr/yonga-levha-sanayicileri-derneği-baskani-ahmet-kahraman-sektor-hakkında-onemli-aciklamalarda-bulundu.html> (erişim: 17.08.2017)

Yonga levha ve Lif levha sektörü Fasıl “44” içinde, Yonga levha “4410” G.T.İ.P. numarası ile “Yonga Levha ve benzeri levhalar ve ağaçtan veya diğer odunsu maddelerden benzeri levhalar (reçineler veya diğer organik bağlayıcı maddelerle aglomere edilmiş olsun olmasın)”, Lif levha ise “4411” G.T.İ.P. numarası ile “Ağaçtan ve diğer odunsu maddelerden Lif Levhalar” açılımı ile yer almaktadır. OSB ise, “4410.12” G.T.İ.P. numarası ile tanımlanmıştır.

Orta Anadolu İhracatçı Birlikleri’ nin 2016 tarihli raporuna göre, Türkiye’de ağaç esaslı levha sektöründe toplam 34 tesis mevcut olup, bunlardan 16’sı yonga levha, 16’sı MDF, 2’si OSB üretmektedir.

Türkiye’ de yonga levha üretim kapasitesi 5.545.920. m³/yıl ve Lif levha üretim kapasitesi 5971.200 m³/yıl olarak açıklanmıştır.⁴ Şirketlerin kapasite kullanım oranlarının ise % 75-85 arasında olduğu belirtilmektedir.

Sektörün ana girdilerini odun (% 50 civarında) ve tutkal (% 22 civarında) oluşturmaktadır. Bunların dışında yakıt, diğer enerji giderleri ve işçilik en önemli maliyet kalemleridir.

TUIK verilerine göre, ağaç ve ahşap eşya sektörü altında, “yonga levhalar, OSB ve benzeri levhalar” ihracatı 2013, 2014 ve 2015 yıllarında sırasıyla 78,5 milyon dolar, 106,7 milyon dolar ve 80,7 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. MDF ve Lif levhalar ihracatı ise aynı dönemde 340,5 milyon dolar, 384,0 milyon dolar ve 330,0 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu rakamlar, son yıllarda ihracat rakamlarında küçük azalmalar meydana geldiğini göstermektedir. Bu ürünlerin ihracatlarının daha çok İran, Irak, Türki Cumhuriyetler, Cezayir Romanya gibi ülkelere yapıldığı gözlenmektedir.

⁴ Orta Anadolu İhracatçı Birlikleri, (2016), a.g.e., s.16.

Türkiye dünyanın önemli üreticilerinden biri olmasına karşın fiyat, kalite gibi nedenlerle zaman zaman levha ithalatı da yapmaktadır. Türkiye' nin toplam levha ithalatı 2005 yılında 333,4 milyon dolar iken, 2014 yılında ithalat 637,4 milyon dolara yükselmiştir.⁵ 2014 yılı ithalatı içerisinde OSB ithalatının payı 78,5 milyon dolar olmuştur. Levha ithalatında ilk sıraları alan ülkelerin Romanya, Rusya ve Almanya olduğu görülmektedir.

Sektör temsilcileri ve SUMAŞ A.Ş. yetkilileri, sektörün en önemli sorunu olarak odun teminini göstermektedirler. Türkiye' de odun temini (arzu) yetersiz bulunmakta ve mevcut odunun fiyatı da yüksek olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenlerle, sıklıkla odun ithalatına da gidilmektedir.

Değerleme çalışmasına konu SUMAŞ A.Ş., bulunduğu bölge itibariyle odun tedariki konusunda bir sorun yaşamamaktadır. Ancak, odun fiyatları konusunda ilgili şirketin de şikayetleri bulunmaktadır.

⁵ A.g.e., s.21.

7. SUMAŞ ÜRETİM-PAZAR BİLGİLERİ VE REKABET

SUMAŞ A.Ş.' nin üretimi gerçekleştirdiği OSB birçok alanda kullanılmaktadır. Kullanım alanları arasında başta prefabrik, çelik konstrüksiyon binalarda iç ve dış duvar olarak, çatı malzemesi ve taban bölmeler yer almaktadır. OSB aynı zamanda binaların dış cephe giydirmesinde, alt tutturma malzemesi ve ısı yalıtım malzemesi olarak da kullanılmaktadır.

OSB, mobilya sanayiinde ise koltuk, çekyat gibi ürünlerin iskelet ve kolçaklarının yapımında kullanılmaktadır. Ambalaj sanayiinde de kullanılan OSB, palet yapımında, ambalaj sandığı yapımında, işçilikten tasarruf, düşük maliyeti ve kullanım kolaylığı sebebiyle tercih edilmektedir. OSB'nin bir başka kullanım alanı ise inşaat alanlarında ve onarımı yapılan binaların dış cephelerinin çevrilmesinde kullanılmaktadır. Bunların yanında OSB otomotiv sanayiinde, tır dorseleri ve konteyner yapımında kullanılan bir malzemedir.

Şirketin avantajı, değişik kalınlık ve ebatlarda üretim yapabilme kabiliyetine sahip tesislerde bütün sektörlerle hitap edebilecek ürün yelpazesine sahip olabilmesidir. Ayrıca Şirket, bulunduğu coğrafi konum itibarıyla kara, deniz ve demiryolu sevkiyatı ile yurtiçi ve yurt dışı pazarlara ulaşım imkânına sahiptir. Ayrıca Şirket ürünlerinin TSE belgeli olması da Şirkete pazardaki avantaj sağlamaktadır.

Şirket'in dezavantajı ise ithalat yoluyla piyasaya gelen OSB ürünlerinin bazılarının düşük kalitede olması ve bunların fiyatlarının piyasa şartlarının altında olması sebebiyle rekabet etme açısından zorlanmasıdır.

7.1. Satış ve Pazar Bilgileri

Şirketin son 3 yılda ve ara dönemlerde gerçekleştirdiği satış bilgileri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Tablo 8: SUMAŞ Tarihsel Satış Tutarları

Net Satışlar (TL)	31.12.2014	%	31.12.2015	%	30.6.2016	%	31.12.2016	%	30.6.2017	%
OSB	22.230.893	99,06%	24.467.425,00	98,17%	13.639.455	97,54%	27.234.203	97,37%	16.177.515	97,31%
Ticari Mallar	62.279	0,28%	49.380	0,20%	21.073	0,15%	42.127	0,15%	25.513	0,15%
İmalat Artığı Talaş - Kabuk	148.221	0,66%	313.163	1,26%	153.684	1,10%	263.440	0,94%	143.478	0,86%
Pelet Satışı	-		94.595	0,38%	160.642	1,15%	420.582	1,50%	277.806	1,67%
Yurtdışı Satışlar	-				9.023	0,06%	9.023	0,03%		
TOPLAM	22.441.393	100,00%	24.924.563	100,00%	13.983.877	100,00%	27.969.375	100,00%	16.624.312	100,00%

İşletme teknik olarak, 3 vardiya çalışmakta ve kapasitesinin tamamını kullanmaktadır. Ancak, kapasite rakamı m3 olarak hesaplandığı için, düşük kalınlıklarda üretim yapıldığında, toplam üretim ve dolayısıyla da kapasite kullanımı düşmüş olmaktadır. Daha çok 11 mm levha üretildiği için, Şirket ortalama % 70 KKO ile çalışıyor görünmektedir.

Kullanılan öncelikli hammadde üretim tesisinin bulunduğu Güney Marmara Bölgesi'nden (Çanakkale ve Balıkesir) temin edilen odundur. Odun temininde, şirketin bulunduğu bölge bir avantaj sunmaktadır. Şirket'in temin ettiği diğer bir hammadde tutkaldır. Tutkal fiyatlarının belirlenmesinde en önemli etken döviz fiyatlarıdır. Döviz kurlarında yaşanabilecek bir dalgalanma Şirket'in karlılığını etkileyebilmektedir.

Şirket satışların %85'ini peşin veya kredi kartı ile gerçekleştirildiği belirtilmiştir. Satışların kalan %15' lik kısmı çek alınarak gerçekleştirilmektedir. Tahsilat problemi yaşanmadığı ifade edilmiştir. Tedarik tarafında ise, hammadde ve yardımcı madde girdileri peşin alınmaktadır.

Şirket satışlarının büyük kısmını Marmara ve Ege bölgelerine gerçekleştirmekle birlikte şirketin hedef pazarı tüm Türkiye'dir. Şirketin gelirlerinin coğrafi dağılımı aşağıda yer almaktadır.

Tablo 9: SUMAŞ A.Ş. Cirounun Bölgesel Dağılımı

TL	2014	2015	2016/6	2016	2017/6
Marmara Bölgesi	8.465.643	9.867.716	6.720.165	13.423.789	7.237.291
Ege Bölgesi	6.727.910	7.007.169	3.954.926	8.011.582	4.639.209
İç Anadolu Bölgesi	4.125.449	4.249.263	1.796.503	3.576.210	2.748.897
Karadeniz Bölgesi	1.591.711	2.054.755	729.608	1.394.250	954.535
Akdeniz Bölgesi	1.151.779	1.453.773	553.101	1.171.277	545.859
Doğu Anadolu Bölgesi	332.428	196.866	193.009	355.701	348.078
Güneydoğu Anadolu Bölgesi	46.473	95.021	27.542	27.542	150.443
İhracat			9.023	9.023	
Toplam	22.441.393	24.924.563	13.983.877	27.969.374	16.624.312

Türkiye' de, yönlendirilmiş yonga levha sanayisinin talebine uygun nitelikte tomruk ve odun yeterince üretilmemektedir. Yerli tomruk kullanılması randıman ve kaliteyi düşürerek maliyetlerin artmasına neden olmaktadır. Hammadde fiyatlarının yüksekliği sektörü olumsuz yönde etkilemektedir.

Başta Doğu Bloku ülkeleri ve Kanada ile ABD olmak üzere yurtdışında bazı pazarlarda odun ve tutkal gibi çeşitli hammadde ürünlerinin fiyatları Türkiye’den daha düşük olabilmektedir. Aynı şekilde enerji maliyeti de başka ülkelerde Türkiye ile kıyaslandığında daha düşük olabilmektedir. Bu nedenlerle, ithal ürünler üzerinde bulunan anti-damping vergilerinin kaldırılması söz konusu olursa eğer, sektörde sıkıntı yaşanması olasılığı bulunmaktadır.

OSB ürün satışının tamamı Türkiye’ de yapılmaktadır. Sumaş, satışlarının hemen tamamını inşaat sektörüne yapmaktadır ve ürünün ağırlıklı olarak (% 80 oranında) çatılarda kullanıldığı ifade edilmiştir. Son yıllarda, kamu ihaleleri üzerinden yapılan satışlar, toplam satışlar içerisinde büyük payı oluşturmaktadır. Örneğin; şirket 2016 – 2017 döneminde yapımı süren cezaevleri projelerine OSB temin etmektedir.

7.2. Rekabet

Türkiye’ de OSB üreticisi sadece 3 firma bulunmaktadır. SUMAŞ dışında bu şirketler, SFC (SFC Entegre Orman Ürünleri San. ve Tic. A.Ş. / Kastamonu) ve Küpeliler A.Ş. - Westboard / Eskişehir şirketleridir. Ürünün özelliği, kullanım yerlerinin diğer levhalara göre kısıtlı olması ve ilave yatırımlar gerektirmesi nedenleriyle sektörde yoğun rekabet yaşanmamaktadır.

Bu 3 şirketin üretimleri Türkiye ihtiyacının tamamını karşılamadığı için, yukarıda ilgili bölümde belirttiğimiz gibi, halen ithalat da yapılmaktadır. Diğer yandan, sektör halen anti dumping vergisi ile de korunmaktadır. Bu durum satışları kolaylaştırmakta ve ithalatın yol açacağı rekabeti önlemektedir. Son dönemlerde kurların düşük olması da ithalatın rekabetine karşı koruma sağlamaktadır.

Satışlarda bayilik ya da benzer sistemlerin kullanılmadığı belirtilmiştir. Genellikle fabrikadan doğrudan (firmaya) satış yapılmaktadır. Ancak şirket, aktif pazarlama yapmaktadır ve bu amaçla şirket bünyesinde 4 kişilik bir satış ekibi bulunmaktadır. Bu ekip tüm Türkiye’ de satışları gerçekleştirmektedir. Ürün teslimleri fabrikadan satış şeklinde yapılmaktadır.

8. TEMEL VARSAYIMLAR ve FİNANSAL PROJEKSİYON

Bu bölümde Şirketteki gelişimin yönü hakkında daha detaylı bilgi edinebilmemiz ve değerlendirme çalışmamıza ışık tutması için Şirketin gelecek on yılına ilişkin mali tablo projeksiyonlarının hangi varsayımlar altında nasıl yapıldığına değinilmiştir.

Projeksiyonlar “Türk Lirası” bazında yapılmıştır. Projeksiyon çalışmasında denetimden geçmiş mali verilerden faydalanılmıştır. Ayrıca, projeksiyonlarda, Şirketlerin Yönetimi’nin geleceğe ilişkin tahminleri ve sektördeki gelişmeler esas alınmıştır.

8.1. Temel Varsayımlar

Projeksiyon dönemi için enflasyon ve kur tahminlerimiz Tablo 10’daki gibidir.

8.2. Projeksiyon Dönemi ve Şirket Ömrü

Projeksiyon dönemi olarak 10 yıl alınmıştır. Şirketin faaliyetlerinde sonsuza kadar devam edeceği varsayılmıştır.

Tablo 10: Temel Makro Varsayımlar

Makro Göstergeler	1.Yıl	2.Yıl	3.Yıl	4.Yıl	5.Yıl
Enflasyon_TEFE	9,50%	8,00%	7,00%	6,00%	5,00%
USD/TL-YılSonu	3,85	4,07	4,25	4,40	4,51
USD/TL-Ortalama	3,69	3,96	4,16	4,32	4,45
Makro Göstergeler	6.Yıl	7.Yıl	8.Yıl	9.Yıl	10.Yıl
Enflasyon_TEFE	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
USD/TL-YılSonu	4,62	4,74	4,85	4,98	5,10
USD/TL-Ortalama	4,56	4,68	4,80	4,92	5,04

Baz alınan dönem 2017/06’dır. Gelir tablosunda, son 12 aylık kaydırılmış, bilançoda ise 2017/06 dönemi verileri esas alınmıştır.

8.3. Satışların Tahmini

Şirket faaliyeti gereği olarak OSB Levha (Yönlendirilmiş yonga levha, Oriented Strand Board, OSB) üretimini ve satışı yapmaktadır. Ana hammaddesi ağaçtır. OSB levhanın üretimi sürecinde kullanılan ağaçlardan çıkan kabuklar ticari mal olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 11: Sumaş A.Ş. Ürün Bazlı Tarihsel Satış Rakamları

Mamül Grubu	Birim	2014		2015		2016/6		2016		2017/6	
		Miktar	Tutar	Miktar	Tutar	Miktar	Tutar	Miktar	Tutar	Miktar	Tutar
9 MM OSB-2	m3	750	508.550	570	370.899	286	189.290	637	424.656	312	225.312
11 MM OSB-2	m3	28.110	16.424.150	33.255	18.711.467	17.575	10.604.169	33.735	20.625.530	17.131	11.841.654
13 MM OSB-2	m3							78	48.303		
15 MM OSB-2	m3	2.227	1.352.092	2.154	1.299.856	1.464	915.638	3.108	1.936.758	2.225	1.487.208
18 MM OSB-2	m3	3.195	2.002.582	3.749	2.143.807	1.675	1.002.805	4.065	2.450.722	3.146	1.961.797
22 MM OSB-2	m3	52	31.815	73	56.976	8	4.750	26	17.046	101	53.875
9 MM OSB-3	m3									336	249.486
11 MM OSB-3	m3	1.405	896.447	2.293	1.424.192	790	506.658	1.580	1.048.010	152	110.530
15 MM OSB-3	m3	155	100.404			66	45.722	92	63.667	25	17.749
18 MM OSB-3	m3	707	473.973	469	312.688	551	348.330	916	597.417	262	195.930
22 MM OSB-3	m3	683	440.879	226	147.539	32	22.093	32	22.093	58	33.975
Toplam OSB Satışı		37.284	22.230.892	42.789	24.467.424	22.448	13.639.455	44.270	27.234.203	23.748	16.177.515
Ticari Mallar	TL		62.279		49.380		21.073		42.127		25.513
Kabuk Satışı	TL		148.221		313.163		153.684		263.440		143.478
Pelet	Kg				94.595		160.642		420.582		277.806
Yurt Dışı	TL						9.023		9.023		
Toplam	TL	37.284	22.441.393	42.789	24.924.563	22.448	13.983.877	44.270	27.969.375	23.748	16.624.312

Kabuk dışındaki atıklar ise yakacak olarak kullanılan Pelet üretiminde kullanılmaktadır. Bu çerçevede Şirketin satışlarının üç ana kalemden oluştuğunu söyleyebiliriz.

- 1-)OSB Levha Satışları,
- 2-)Pelet Satışları ve
- 3-)Kabuk Satışları

Bunların dışında dördüncü bir satış kalemi olarak ticari mal satışlarını ekleyebiliriz.

Tablo 11'den de görüleceği üzere Şirketin satışlarının 2016 yılı itibariyle yaklaşık %97.4'ü OSB levha satışlarından oluşmaktadır. Şirket 2014, 2015 ve 2016 yılları arasında sırasıyla , 37.284, 42.789 ve 44.270 m3 OSB levha satışı olmuştur. Bu rakamlar, 2015'te %14.8, 2016 yılında %3.5 oranında miktarsal olarak artışa işaret etmektedir. **Yıllık ortalama bileşik artış oranı ise %9'dur.** 2017/06 dönemi itibariyle son 12 aylık OSB levha satışı 45.570 m3'tür. Ara dönem satış miktarlarını kıyasladığımızda 2016/06 döneminde 22.448 m3 olan satışlar 2017/06 döneminde %5.8 oranında artış göstererek 23.748 m3'e yükselmiştir. **Sektörün hitap ettiği inşaat sektöründeki mevcut gelişmeler de gözönünde bulundurularak, Şirketin satışlarının projeksiyon döneminin ilk 5 yılında %3.5 oranında büyüyeceği, bu büyümenin izleyen yıllarda ise kademeli olarak azalacağı öngörülmüştür. Benzer beklentiler nedeniyle Şirket yönetimi, gelecek yıllarda yeni yatırım planlarının olmadığını belirtmiştir.**

Aynı dönemde satış tutarı 22.4 milyon TL'den 27.2 milyon TL'ye yükselmiştir. Satış tutarının yıllık ortalama bileşik artış oranı %4.6'dır. Bu artış, ortalama m3 fiyatlarının 2015 yılında %14.3 oranında gerilemiş olmasından dolayı yıllık miktarsal artışın altında kalmıştır. 2015 yılındaki düşüştüen sonra 2016 yılında fiyatlar %7.6 oranında artış göstermiştir. Ara dönemleri kıyasladığımızda 2016/06 döneminde 22.448 m3 olan satışlar 2017/06 döneminde 23.748 m3'e yükselmiştir.

ortalama birim m³ fiyatları 2016/06 dönemine göre %12.11 oranında artış göstermiştir. Bu veriler çerçevesinde **projeksiyon döneminde ortalama fiyatların tahmini enflasyon oranı kadar artacağı varsayılmıştır.**

Diğer ürünlere ilişkin varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- Kabuk ve Pelet satışlarının OSB satışlarına paralel olarak büyüyeceği, fiyatlarının ise enflasyon oranında artacağı öngörülmüştür.
- Satılan ticari mal satışlarının tahmininde, 2016 yılındaki ticari mal satışlarının toplam satışlar içerisindeki payı dikkate alınmıştır.
- İade ve indirim rakamı olarak, %0.10 olan 2016 yılı iade ve indirimler/brüt satışlar kalemi esas alınmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.

Bu veriler ve varsayımlar çerçevesinde Sumaş satışları Tablo 12'deki gibi tahmin edilmiştir.

Tablo 12: Şumaş A.Ş. Tahmini Satış Rakamları

OSB Satışları	Birim	Son12Ay	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
Ürün Satış Miktarı	m3	45.570	47.165	48.816	50.524	52.292	54.123	55.476	56.308	56.871	57.440	57.440
Ürün Satış Fiyatı	TL/m3	653	715	773	827	876	920	966	1.014	1.065	1.118	1.174
Satış Tutarı	TL	29.772.263	33.741.650	37.716.417	41.769.046	45.824.820	49.800.123	53.597.382	57.121.410	60.577.256	64.242.180	67.454.288
Büyüme/Artış		Son12Ay	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ürün Satış Miktarı	m3		3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	2,5%	1,5%	1,0%	1,0%	0,0%
Ürün Satış Fiyatı	TL/m3		9,50%	8,00%	7,00%	6,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
PELET Satışları	Birim	Son12Ay	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
Ürün Satış Miktarı	kg	1.501.765	1.554.327	1.608.728	1.665.034	1.723.310	1.783.626	1.846.053	1.910.664	1.977.538	2.046.752	2.118.388
Ürün Satış Fiyatı	TL/kg	0,36	0,39	0,42	0,45	0,48	0,50	0,53	0,56	0,58	0,61	0,64
Satış Tutarı	TL	537.746	609.441	681.233	754.431	827.687	899.489	977.519	1.062.319	1.154.475	1.254.626	1.363.465
Büyüme/Artış		Son12Ay	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ürün Satış Miktarı	kg		3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Ürün Satış Fiyatı	TL/kg		9,50%	8,00%	7,00%	6,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
KABUK Satışları	Birim	Son12Ay	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
Ürün Satış Miktarı	kg	6.033.040	6.244.196	6.462.743	6.688.939	6.923.052	7.165.359	7.344.493	7.454.660	7.529.207	7.604.499	7.604.499
Ürün Satış Fiyatı	TL/kg	0,05	0,05	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08	0,09	0,09
Satış Tutarı	TL	253.234	342.705	383.075	424.237	465.430	505.806	544.374	580.166	615.267	652.490	685.115
Büyüme/Artış		Son12Ay	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ürün Satış Miktarı	kg		3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	2,5%	1,5%	1,0%	1,0%	0,0%
Ürün Satış Fiyatı	TL/kg		9,50%	8,00%	7,00%	6,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
TİCARİ MAL Satışları	Birim	Son12Ay	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
Ticari Mal Satışları	TL	46.567	52.861	59.088	65.437	71.791	78.019	83.982	89.535	94.994	100.788	105.897
BRÜT SATIŞ	Birim	Son12Ay	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
Brüt Satışlar	TL	30.609.810	34.746.657	38.839.813	43.013.151	47.189.728	51.283.436	55.203.257	58.853.431	62.441.992	66.250.083	69.608.765
İade ve İndirimler	Birim	Son12Ay	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
İade ve İndirimler	TL	17.282	19.618	21.929	24.285	26.643	28.955	31.168	33.229	35.255	37.405	39.301
NET SATIŞLAR	Birim	Son12Ay	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
Net Satışlar	TL	30.592.528	34.766.275	38.861.742	43.037.436	47.216.371	51.312.391	55.234.425	58.886.660	62.477.247	66.287.488	69.648.067

8.4. Giderlerin Tahmini

Giderlerin yapısı ve gelişimi incelenerek, giderlerin tahmininde satışların yüzdesi yöntemi kullanılmaya karar verilmiştir. Tablo 13'den görüleceği gibi Şirketin giderlerinin satışlara oranı 2014-2016 yılları arasında biraz değişkendir. Özellikle 2015 yılında marjlarda ciddi düşüşler vardır. Bunun temel nedeni ortamala m3 fiyatlarındaki ciddi düşüştür. M3 fiyatlarındaki düşüşün ana nedeni ise, Şirketin bu yıl pazar penetrasyonunu arttırmak istemesidir. Şirket fiyatlarını düşürerek miktarsal olarak özellikle OSB tarafında ciddi artışlar (%14.8) sağlayarak pazara penetrasyonunu arttırmıştır.

Tablo 13: Gelir Tablosu (Gider/Satış oranı, Satışların Yüzdesi)

Kısmi Gelir Tablosu	2014	2015	2016	2016/06	2017/06	Son12Ay
Satışlar	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Satışların Maliyeti (SMM)	-75,54%	-85,33%	-80,69%	-79,80%	-79,77%	-80,59%
Brüt Kar	24,46%	14,67%	19,31%	20,20%	20,23%	19,41%
Genel Yönetim	-4,76%	-5,57%	-4,67%	-4,65%	-4,47%	-4,57%
Pazarlama Giderleri	-2,38%	-2,84%	-2,30%	-2,32%	-2,03%	-2,15%
AR-GE Giderleri	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Esas Faal.Diğer Gelir/Gider	-2,42%	-0,38%	-0,48%	-0,42%	-0,04%	-0,26%
Esas Faaliyet Karı (Marj)	14,91%	5,88%	11,87%	12,81%	13,69%	12,43%

Miktarsal büyüme oranlarının normalleştiği ve belirli bir tabana oturduğu 2016, 2017/06 döneminde fiyatların toparlanması ile birlikte marjlarda belirgin iyileşmeler görülmüştür. Gelecek dönemde Şirketin, gelmiş olduğu son satış rakamları üzerine ciddi yüksek oranlı büyüme beklentisi ve yatırım planı yoktur. Dolayısıyla, tahmin döneminin biraz daha kontrol edilebilir stabil dönem olması ve son 12 ayın Şirketin durumunu iyi yansıttığı düşünüldükçe, Şirketin son 12 aylık marjlarını koruyabileceği tahmin edilmiştir. Bu nedenle Son 12 aylık giderlerin satışlara oranı projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.

Bu varsayımlarla giderlerin tahmin edilmesinde Tablo 13'de yer alan Son 12 Ay gider/satış oranları esas alınmış ve giderler Tablo 14' deki varsayımlara göre tahmin edilmiştir. Operasyonel sonuçları net görebilmek için esas faaliyetlerden diğer gelir/gider kalemlerinden olağanüstü kalemler çıkarılmıştır.

Tablo 14: Tahmini Gelir Tablosu (Satışların Yüzdesi)

Kısmi Gelir Tablosu	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
Satışlar	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
SMM	-80,59%	-80,59%	-80,59%	-80,59%	-80,59%	-80,59%	-80,59%	-80,59%	-80,59%	-80,59%
Brüt Kar	19,41%	19,41%	19,41%	19,41%	19,41%	19,41%	19,41%	19,41%	19,41%	19,41%
Genel Yönetim	-4,57%	-4,57%	-4,57%	-4,57%	-4,57%	-4,57%	-4,57%	-4,57%	-4,57%	-4,57%
Pazarlama Giderleri	-2,15%	-2,15%	-2,15%	-2,15%	-2,15%	-2,15%	-2,15%	-2,15%	-2,15%	-2,15%
AR-GE Giderleri	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Esas Faal.Diğer Gelir/Gider	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%
Esas Faaliyet Karı	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%
Kısmi Gelir Tablosu (Bin TL)	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
Satışlar	34.766	38.862	43.037	47.216	51.312	55.234	58.887	62.477	66.287	69.648
SMM	-28.018	-31.319	-34.684	-38.052	-41.353	-44.513	-47.457	-50.350	-53.421	-56.129
Brüt Kar	6.748	7.543	8.354	9.165	9.960	10.721	11.430	12.127	12.866	13.519
Genel Yönetim	-1.589	-1.776	-1.967	-2.158	-2.345	-2.524	-2.691	-2.855	-3.029	-3.183
Pazarlama Giderleri	-747	-836	-925	-1.015	-1.103	-1.188	-1.266	-1.343	-1.425	-1.497
AR-GE Giderleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Esas Faal.Diğer Gelir/Gider	-90	-101	-112	-123	-133	-144	-153	-162	-172	-181
Esas Faaliyet Karı	4.321	4.831	5.350	5.869	6.378	6.866	7.320	7.766	8.240	8.657

CPA-TURK
Bağımsız Denetim
Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.
Denetim ve Yeminli Mali Müş. A.Ş.
Recep Paşa Cad. No:18/3
Taksim - Beyoğlu - İstanbul
Beyoğlu V.D.: 2150253769
T: +90 212 255 02 15
F: +90 212 255 02 17

8.5. İşletme Sermayesi Tahmini

İşletme sermayesi kalemlerinin büyük kısmı satışlara bağlı olarak hareket etmektedir. Bu nedenle işletme sermayesi kalemlerinin tahmin edilmesinde 2017/06 dönemi verileri baz alınmış ve satışların %' si yöntemi kullanılmıştır. Bu varsayımlar çerçevesinde tahmin dönemi için işletme sermayesi kalemleri Tablo 15'deki gibi tahmin edilmiştir.

Tablo 15: İşletme Sermayesi Kalemleri (Bin TL)

İŞLETME SERMAYESİ KALEMLERİ	2017/06	%STS
Ticari Alacaklar	1.860	6,08%
Stoklar	3.426	11,20%
Diğer Dönen Varlıklar	538	1,76%
Ticari Borçlar	2.126	6,95%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	5.695	18,62%
NET İŞLETME SERMAYESİ	-1.997	-6,53%

İŞLETME SERMAYESİ KALEMLERİ	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
Ticari Alacaklar	2.114	2.362	2.616	2.870	3.119	3.358	3.580	3.798	4.030	4.234
Stoklar	3.893	4.352	4.820	5.288	5.746	6.186	6.595	6.997	7.423	7.800
Diğer Dönen Varlıklar	612	684	757	831	903	972	1.036	1.099	1.166	1.225
Ticari Borçlar	2.416	2.701	2.991	3.281	3.566	3.838	4.092	4.342	4.606	4.840
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	6.472	7.235	8.012	8.790	9.552	10.283	10.963	11.631	12.340	12.966
NET İŞLETME SERMAYESİ	-2.270	-2.537	-2.810	-3.082	-3.350	-3.606	-3.844	-4.079	-4.328	-4.547
İŞLETME SERMAYESİ DEĞİŞİMİ	-272	-267	-273	-273	-267	-256	-238	-234	-249	-219

8.6. Yatırım, Amortisman Giderleri ve Vergi Oranı Tahmini

Şirket mevcutta kapasitesi 63.187 m³'dür. Projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilen miktarsal artışlar mevcut kapasiteyi aşmamaktadır. Bu nedenle Şirketin yapacağı yatırımların ayırdığı amortisman giderlerinden daha fazla olmayacağı düşünülmektedir, amortisman gideri kadar yatırım olacağı öngörülmüştür.

Kurumlar vergisi oranı yürürlüğe giren yeni yasa gereği 2018-2020 dönemi için %22 olarak alınmıştır. Artışın bu süre için sınırlandırılması nedeniyle sonrasında oran %20 olarak kabul edilmiştir.

8.7. Tahmini Gelir Tablosu

Yukarıdaki veri ve varsayımlar çerçevesinde tahmini gelir tablosu Tablo 16'daki gibi oluşmuştur.

Tablo 16: Sumaş A.Ş. Tahmini Kısmi Gelir Tablosu

TAHMİNİ GELİR TABLOSU (Bin TL)										
	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
NET SATIŞLAR	34.766	38.862	43.037	47.216	51.312	55.234	58.887	62.477	66.287	69.648
SATIŞLARIN MALİYETİ	28.018	31.319	34.684	38.052	41.353	44.514	47.457	50.351	53.421	56.130
BRÜT KAR	6.748	7.543	8.353	9.164	9.959	10.721	11.430	12.126	12.866	13.518
FAALİYET GİDER ve GELİRLERİ	-2.428	-2.714	-3.005	-3.297	-3.583	-3.857	-4.112	-4.362	-4.629	-4.863
AR-GE GİDERLERİ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PAZARLAMA VE SATIŞ GİDER.	-746	-834	-923	-1.013	-1.101	-1.185	-1.264	-1.341	-1.422	-1.494
GENEL YÖNETİM GİDERLERİ	-1.590	-1.778	-1.969	-2.160	-2.347	-2.527	-2.694	-2.858	-3.032	-3.186
DİĞER FAALİYET GELİR/GİDERLERİ	-91	-102	-113	-124	-135	-145	-155	-164	-174	-183
ESAS FAALİYET KARI	4.320	4.829	5.348	5.868	6.377	6.864	7.318	7.764	8.237	8.655
EFK MARJİ (%)	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%

9. DEĞERLEME

Şirket değerlendirme yaklaşımlarını piyasa bazlı, gelir bazlı ve varlık bazlı olmak üzere üç ana başlık altında toplamak mümkündür.

Piyasa Bazlı Yaklaşım (Emsal Karşılaştırma)

Piyasa bazlı yaklaşım söz konusu şirketi; benzer şirketler, şirketlerdeki sahiplik hakları veya bunların borsalarda satılan hisseleri ile karşılaştırır. Tipik veri kaynakları;

- Tüm şirketlerin alınıp satıldığı piyasalar,
- Söz konusu şirketin önceki hisse devir işlemleri ve
- Benzer şirketlere ait sahiplik haklarının alınıp satıldığı piyasalardır.

Kıyaslama oranlar üzerinden yapılır. Göreceli değerlendirme ve piyasa çarpanları analizi olarak ta adlandırılmaktadır.

Bu yöntemin avantajı, Şirket değeri piyasada işlem gören güncel şirket değerlerine göre hesaplanmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların şirketler için öngördüğü değerler ön plandadır. Dezavantajı ise; Şirketlerin geleceğine ilişkin beklentiler bu yaklaşım içerisinde tam olarak yer almadığı için ilgili risk ve beklentiler varsayımlara dahil edilmemektedir.

Gelir Bazlı Yaklaşım (Gelir İndirgeme)

Gelir bazlı yaklaşımında, beklenen büyüme ve zamanlama, ilişkili riskler ve paranın zaman değeri göz önüne alınarak takdir edilen gelir veya faydaların bugünkü değerini hesaplar. Gelir, temsili gelir seviyesinin doğrudan aktifleştirilmesi veya indirgenmiş nakit akımları analizi veya gelecekteki bir zaman dizisi için takdir edilen nakit girdilerine iskonto oranı uygulanarak bugünkü değerine çevrildiği temettü iskonto yöntemi uygulanarak değer göstergesi haline çevrilir.

Şirketin gelecekteki beklentilerini dikkate alan yöntemdir. Uygulamada kullanılan en bilimsel yöntem olarak kabul edilmektedir.

Varlık Bazlı Yaklaşım

Varlık bazlı yaklaşımda, maddi ve maddi olmayan bütün varlıklar ve borçlar pazar değeri veya uygun bir defter değeri ile bilançoda gösterilir. Bu yöntemlerin temel yaklaşımı, şirketin varlıklarının toplam değerinden, şirketin toplam yükümlülüklerinin değerinin düşülerek özsermaye değerinin bulunmasıdır. Defter değeri, düzeltilmiş defter değeri, net aktif değeri ve tasfiye değeri yöntemleri varlık esaslı yaklaşım altında gösterilebilir.

9.1. Değerleme Yaklaşımı Seçimi

Şirketin değerlendirme tarihi itibarıyla varlık yapısı, operasyonel faaliyetleri ve nakit üretme kaynakları ve kapasitesi gözönünde bulundurularak değerlendirme yaklaşımları aşağıdaki gibi belirlenmiştir:

- Gelir bazlı yaklaşımlardan “İndirgenmiş Nakit Akımları”
- Piyasa bazlı yaklaşımlardan “Göreceli Değerleme (Piyasa Çarpanları)” ve
- Varlık bazlı yaklaşımlardan “Defter Değeri (Özkaynak)”

İzleyen bölümlerde yöntemlere kısaca değinilmiş ve ilgili yöntemlerle bulunan sonuçlar ortaya konmuştur.

9.2. Değerleme Yöntemi ve Sonucu

Bu bölümde seçilen değerlendirme yöntemlerine ve bu yöntemlere göre çıkan sonuçlara değinilmiştir.

9.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları

Tanım

İndirgenmiş Nakit Akımı(INA) yöntemi şirket değerlemede kullanılan en bilimsel yöntem olarak kabul edilmektedir. İNA şirketin faaliyetlerinden gelecekte sağlayacağı nakit akımlarını uygun bir iskonto oranıyla bugüne indirgeyerek şirketin gerçek değerini bulmaktadır. Şirket değerine ulaşmak için “Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları” ve “Özkaynağa olan Serbest Nakit Akımları” yöntemlerinden hareket edilmektedir. Firmaya olan serbest nakit akımları yöntemi uygulamasında faaliyetlerden sağlanan nakit akımları belirli bir iskonto oranıyla indirgenerek toplam firma değeri bulunur. Daha sonrada bu değerden toplam net borçlar çıkarılarak özkaynak değerine ulaşılmaktadır. Özkaynağa olan serbest nakit akımları yönteminde ise gelecekte özkaynağa olacak nakit akımlarının belirli bir iskonto oranı (özsermaye maliyeti) ile indirgenmesiyle direk olarak özkaynakların (ortakların) değeri bulunmaktadır. Bu değere firmanın net borçları eklenerek firma değeri hesaplanmaktadır.

Şirket'in yapısını gözönünde tutarak değerlendirme çalışmamızda, “Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları” yöntemi kullanılması uygun görülmüştür. Uygun iskonto oranı olarak şirketlerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti(“AOSM”) kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Yaklaşımında, şirketin gelecekte yaratacağı nakit bulunurken en az 5 yıllık(tahmin dönemi) proforma gelir tablosu ve değerlendirme için gerekli olacak diğer kalemlerin (işletme sermayesi, sabit varlık yatırımı gibi) tahmini yapılmakta ve sonrasında firmaya olan serbest nakit akımları hesaplanmaktadır. Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları aşağıda tanımlanmıştır:

Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları:

(+) Faiz, Vergi Öncesi Kar (FVÖK)

(-) Vergi

(+/-)FVÖK(1-t)

(+) Amortisman Giderleri

(-) Sermaye Harcamaları

(-) İlave İşletme Sermayesi İhtiyacı

=Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları (FSNA)

FSNA'nın girdileri temel varsayımlar ve finansal planlama kısmında hesaplanmıştır.

İskonto Oranı Hesabı

İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımında, gelecekte sağlanan nakit akımları belirli bir iskonto oranı ile bugüne indirgenerek bir değer bulunmaktadır. Bu iskonto oranını, yatırımcıların benzer risk karakterlerine sahip yatırım fırsatları için isteyeceği oran olarak tarif edilmektedir. Firmaya olan nakit akımları yönteminde iskonto oranı şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir(AOSM).

AOSM ise şirketin özsermaye maliyeti, borç maliyeti, sermaye yapısı ve vergi oranının bir fonksiyonudur. AOSM aşağıdaki gibi formüle edilmektedir:

$$AOSM = [R_d(1-t) \times W_b] + [R_e \times W_e]$$

R_b = borç maliyeti

W_a = Toplam sermaye içerisinde borcun oranı

R_e = Özsermaye maliyeti

W_e = Toplam sermaye içerisinde özsermayenin oranı.

t = Vergi oranı

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin girdileri olan borç maliyeti ve özsermaye maliyetinin hesaplanmasına ilişkin detaylar aşağıda verilmiştir.

a) Borç Maliyeti

Değerleme uzun vadeli bir çalışmadır. Temel olarak hesaplanacak iskonto oranı bileşenlerinin de uzun vadeli hesaplanması gerekmektedir. Ancak şirketlerin çok uzun vadeli borçlanması mevcut olmayabilir. Bu durumda, Şirketin borç maliyetinin hesaplanmasında olası marjinal sermaye maliyeti gözönünde bulundurulur tahmin edilmektedir. Uzun vadeli borç maliyetinin tahmin edilmesinde, genel kabul görmüş yöntemlerden biri, “uzun vadeli Euro-tahvil verimi üzerine şirketin riskini yansıtabilecek ek risk primi eklemek”, şeklindedir. Finansal borcu olmayan şirket için tahmini ek borçlanma risk primi çok düşük hesaplanmaktadır.

Bu borçlanma priminin, Türkiye'nin 10 yıllık tahvil veriminin(%10.77) üzerine eklenerek Sumaş için uzun vadeli tahmini **borçlanma maliyetinin hesaplanması yapılmalıdır** ki, bu oran mevcut ekonomik koşullarda nispeten düşük çıkmaktadır. Türkiye ekonomisinin, 2017 yılı ikinci yarısı itibariyle içinde bulunduğu koşullarda, uzun vadeli borçlanmaların % 14 oranı civarında yapıldığı görülmektedir. Yabancı kaynak maliyetinin hesabında kullanılan formül gereğince, finansal borcu olmayan şirket açısından sonucu değiştirmeyeceği de düşünülerek oran % 14 olarak alınmıştır.

b) Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında ise *Finansal Varlık Fiyatlama Modeli* (FVFM, CAPM) kullanılmıştır. Model;

$R_e = R_f + \beta(R_M - R_f)$ şeklinde ifade edilmektedir. Modelde;

R_e : Özsermaye Maliyetini

R_f : Risksiz Faiz Oranını (TL Bazında 10 Yıllık Euro-Tahvil Verimi)

β : Beta, Sistemik Risk Ölçüsünü

R_M : Pazar Verimini, temsil etmektedir. Model girdilerinin nasıl tahmin edildiği, hesaplandığı aşağıda açıklanmıştır.

Risk Prim

$(R_M - R_f)$ piyasa risk primini ifade etmektedir.. Türkiye'nin hisse senedi piyasasının geçmişinin çok uzun süreli olmaması nedeniyle referans olarak ABD piyasası alınmıştır. ABD piyasasının risk primi 2017 yılı itibariyle ortalama %5.36 seviyelerindedir. (Kaynak: www.damodaran.com). Bu rakam Türkiye için aynen alınmıştır.

Beta

Halka açık firmaların betasının hesaplanmasında, ilgili şirket hisse senetlerinin getirisi ile endeks getirisi arasında regresyon çalıştırılmakta ve regresyon analizi sonucunda çıkan doğrusal fonksiyon çözümlemesinin eğimi beta değerini vermektedir. Bu değer şirketin sistematik riskini (piyasa riski) yansıtmaktadır.

Halka açık olmayan firmaların betalarının hesaplanmasında ise, halka açık benzer firmaların özkaynak betalarından faydalanılmaktadır. Benzer firmaların ortalaması ile, değerlendirilen firma arasında farklılıklar varsa beta da düzeltmeler yapılmaktadır. Uygulamada dikkate alınan en belirgin farklılık, firmaların farklı finansal kaldıraçta sahip olduğudur. Bu farklılığın giderilmesinde genel olarak Hamada'nın⁶ formülünden faydalanılmaktadır. Diğer yandan akademik çalışmalar, betaların zaman içerisinde piyasa ortalaması olan "1" değerine yaklaştığını göstermiştir. Bu nedenle, tarihsel ham betalara geleceği daha iyi temsil etmesi açısından düzeltmeler

Tablo 17: Sumaş Tahmini Beta Hesabı

Kağıt&Orman Sektörü Şirketleri	BIST Kodu	Ham Beta*	Düzeltilmiş Beta
Alkim Kağıt	ALKA	0.673	0.782
Bak Ambalaj	BAKAB	0.553	0.702
Kaplamin	KAPLM	0.615	0.744
Kartonsan	KARTN	0.816	0.877
Olmuxsa	OLMIP	0.462	0.641
Tire Kutsan	TIRE	0.678	0.786
Viking Kağıt	VKING	0.524	0.683
Ortalama Düzeltilmiş Beta			0,745

*Ham Beta: Finnet'in Queenstocks Programından Temin Edilmiştir.

⁶ Hamada, R.S. (1972). The Effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks. Journal of Finance, 27, 435-452.
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb00971.x> (formül: $BL = BU [1 + (1-t) D/E]$ bu formülde; BL: kaldıraçlı beta; BU : kaldıraçsız beta; D: toplam borç; E: Toplam özkaynak; t : vergi oranı.)

yapılmaktadır. Bloomberg' e göre bu düzeltme aşağıdaki gibi yapılmaktadır:

$$\text{Düzeltilmiş Beta} = (2/3) \times (\text{regresyon betası}) + (1/3)(1.0)$$

Sumaş halka açık olmadığı için Grubun faaliyet gösterdiği sektörlerde Borsa İstanbul'da Kağıt&Orman sektöründe işlem gören şirketlerin düzeltilmiş betalarından faydalanılmıştır. Halka açık firmaların ortalama düzeltilmiş betaları (Bloomberg düzeltmesi) hesaplanmış ve Sumaş için tahmini betaya ulaşılmıştır(Bakınız Tablo 17). Hesaplamalar sonucunda Sumaş için beta 0.745 olarak bulunmuştur.

Risksiz Faiz Oranı

Risksiz faiz oranı olarak Türkiye Hazinesi'nin ihraç ettiği 10 Yıllık TL bazılı tahvillerin yıllık ortalama verimidir. Değerleme tarihi itibarıyla bu değer %10.77'dir.

Bu veriler çerçevesinde özsermaye maliyeti,

$$\begin{aligned} R_e &= R_f + \beta(R_M - R_f), \text{ formülünden hareketle;} \\ &= \%10.77 + 0.745 \times \%5.36 = \%14.76 \text{ olarak hesaplanmıştır.} \end{aligned}$$

Tablo 18: Sumaş İskonto Oranı Hesabı

İSKONTO ORANI		Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	
İskonto Oranı Bileşenleri	Kod	Değer	Ref.
ÖzSermaye Maliyeti			
Risksiz Faiz Oranı	Rf	10.77%	[a]
Piyasa Risk Primi	Rm-Rf	5.36%	[b]
Düzeltilmiş Beta	B	0.745	[c]
ÖzSermaye Maliyeti	Re	14.76%	
Borç Maliyeti			
Risksiz Faiz Oranı	Rf	10.77%	[a]
Borçlanma Primi	Dp	3.23%	[e]
Vergi Oranı	T	20.00%	[f]
Borçlanma Maliyeti	Rd	14.00%	
Sermaye Yapısı			
ÖzSermaye	We	100.0%	
Borç	Wd	0.0%	
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)		14,76%	

Referanslar

- [a] Değerleme Tarihli 10 Yıllık Devlet Tahvil Verimi (Kaynak:Bloomberg HT)
- [b] Damodaran Tarihsel Risk Primi Tablosu
- [c] Benzer Şirket Düzeltilmiş Beta Ortalaması (Şirket Fiyat Verilerinden Hesaplanmıştır)
- [e] Şirket Verilerine Göre ve piyasada kullanılan oranlar üzerinden alınmıştır.
- [f] Türkiye'de Yürürlükteki Kurumlar Vergisi Oranı

e) Ağırlık Ortalama Sermaye Maliyeti (İskonto Oranı)

Şirketin tahmini AOSM (iskonto oranı) yıllar itibariyle, tahmini finansal kaldıraç, borç maliyeti ve özsermaye maliyeti gözönünde bulundurularak Tablo 18'deki gibi hesaplanmıştır. Bu hesaplamalara göre AOSM (iskonto oranı) %14.76'dır.

9.2.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Sonucu

Yukarıda belirtilen varsayımlar ve hesaplamalar çerçevesinde, indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre yapmış olduğumuz değerlendirme sonucunda Şirket için 43,625,091 TL tahmini piyasa değerine ulaşılmıştır. (Detaylı Bilgi İçin Bakınız Ek IV)

Kısaca özetlersek;

- Sumaş'ın operasyonel değeri 34.47 milyon TL'dir.
- Şirketin faaliyetlerde kullanılmayan tahmini varlık ve iştirak değeri 1,52 milyon TL'dir. Bu değer, şirketin faaliyetlerinde kullanılmayan arazi ve arsaların kayıtlı güncel değeri olarak (1.520.187 TL), bilançodan alınmıştır.
- FDV ve kasa mevcudunu operasyonel değere eklediğimizde **tahmini firma değeri 43.63 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.
- Şirketin 2017/06 dönemi itibariyle finansal borcu yoktur. Dolayısıyla firma değeri ile piyasa değeri eşittir, diğer bir ifade ile **43.63 milyon TL tahmini piyasa değerine ulaşılmıştır.**

Tablo 19: Sumaş Grubu İNA Özeti

Firmanın Faaliyet Varlıklarının Değeri	34,468
+Nakit Mevcudu	7,637
+Faaliyet Dışı Varlık	1,520
Firma Değeri	43,625
-Finansal Borçlar	0
Özkaynakların Tahmini Piyasa Değeri	43,625

9.2.2. Göreceli Değerleme

Tanım

Göreceli değerlemenin amacı piyasada hali hazırda fiyatlanmış benzer varlıklara dayanarak ilgili varlık için fiyat (değer) bulmaktır. Genel kabul görmüş yöntemler (piyasa çarpanları) ve hesaplamaları aşağıdaki gibidir:

1. **F/K Oranı:** Hisse senedinin fiyatının hisse başı kara bölünmesiyle,
2. **PD/DD Oranı:** Piyasa değerinin defter değerine bölünmesiyle,
3. **F/S Oranı:** Şirketin piyasa değerinin şirketin cirosuna bölünmesiyle,
4. **FD/Satışlar Oranı:** Şirketin firma değerinin cirosuna bölünmesiyle,
5. **FD/FAVÖK Oranı:** Firma Değerinin vergi,faiz,ve amortisman öncesi esas faaliyet karına bölünmesiyle,
6. **F/NA Oranı:** Piyasa değerinin nakit akımına(net kar+amortisman gideri) bölünmesi ile hesaplanmaktadır.

Ancak bu yöntemleri uygulamada kullanırken dikkat edilmesi gereken husus karşılaştırılabilecek şirketin bulunmasıdır. Çünkü şirketler aynı sektörde faaliyet gösterse dahi, büyüme oranları, risk seviyeleri, finansal güçlükleri ve kar marjları gibi, finansal karakteristikleri farklı olabilmektedir.

Şirketin değerlemesinde benzer şirketlerler, halka açık kağıt&orman ürünleri sektöründe faaliyet gösteren yurtiçi ve yurtdışı firmalar arasından belirlenmiştir. Benzer şirketler ve detay verileri Ek III'de verilmiştir.

9.2.2.1. Göreceli Değerleme Sonucu

Göreceli değerlemede, Şirketin 2016/06-2017/06 dönemi kaydırılmış son 12 aylık mali tablo verileri esas alınmıştır. Değerlemede piyasa çarpanlarını belirlemede iki önemli unsur karşımıza çıkmıştır. Bunlardan birincisi sektörün ve firmanın yapısı, ikincisi ise ilgili çarpan verilerine ulaşılabilirlik.

Tablo 20: Göreceli Değerleme (Piyasa Çarpanları) Yöntemine Göre Sumaş Değer Hesabı

Firma Değeri Çarpanlarına Göre Tahmini Değer Hesabı					
DEĞERLEME YÖNTEMİ	FAVÖK (I)	NetBorç Pozisyonu(II)	Çarpan Değeri (III)	Firma Değeri (IV=IxIII)	Piyasa Değeri(IV-II)
FD/FAVÖK Yaklaşımı	4.260.466	-7.636.817	9,60x	40.900.474	48.537.291
DEĞERLEME YÖNTEMİ	Net Satış(I)	NetBorç Pozisyonu(II)	Çarpan Değeri (III)	Firma Değeri (IV=IxIII)	Piyasa Değeri(IV-II)
FD/Satış Yaklaşımı	30.592.528	-7.636.817	0,90x	27.533.275	35.170.092
Piyasa Değeri Çarpanlarına Göre Tahmini Değer					
DEĞERLEME YÖNTEMİ	Net Satış(I)	Çarpan Değeri (II)	Piyasa Değeri(IXII)		
F/S Yaklaşımı	30.592.528	0,91x	27.839.200		
DEĞERLEME YÖNTEMİ	Net Kar(I)	Çarpan Değeri (II)	Piyasa Değeri(IXII)		
F/K Yaklaşımı	2.958.580	21,40x	63.298.819		

Bu çerçevede değerlendirme tarihi itibarıyla yurtiçi firmaların; FK Oranı, FD/FAVÖK Oranı ve FDS Oranı çarpanlarından, yurtdışı firmaların ise FD/FAVÖK, FS Oranı ve FK Oranı çarpanlarından faydalanılmıştır.

Baz alınacak çarpan değerine ulaşmak için, tüm benzer şirket ilgili çarpan değerlerinin dağılım aralığının geniş olması ve seriyi daha iyi yansıtacağı düşünülerek, değerlerin medyanı alınmıştır. Sonrasında baz dönem mali tablo verileri ve çarpan değerlerinin ortalamasından(medyan) hareketle Sumaş için tahmini değer hesaplanmıştır. Tablo 20'den de görüleceği gibi göreceli değerlendirme çalışması sonucunda;

- FD/FAVÖK yaklaşımına göre 48.537.291 TL,
- FD/Satış yaklaşımına göre 35.170.092 TL,
- F/Satış yaklaşımına göre 27.839.200 TL ve
- F/K Oranı yaklaşımına göre 63.298.819 TL,

tahmini piyasa değerine ulaşılmıştır. Şirket için makul değere ulaşmak amacıyla bu yöntemler tartılandırılmıştır. Net satışa dayalı çarpanlara (FS ve FDS) toplamda 1/3, net kara dayalı çarpana 1/3 ve FAVÖK'e dayalı FD/FAVÖK çarpanına 1/3 ağırlık verilmiştir. Ağırlıklar belirlenirken aşağıdaki faktörler gözönünde bulundurulmuştur;

- Şirketin bulunduğu sektör ve şirketin yapısı,
- Çarpanlarda kullanılan mali verilerin şirketin genel durumunu(trendini) doğru yansıtıp yansıtmadığı (normalizasyona ihtiyaç duyulup duyulmadığı),
- Çarpanlarda kullanılan mali verilerin Şirket nakit akışlarını temsil etme yada nakit akışlarını etkileme gücü.

Bu faktörler açısından değerlendirildiğinde adil ve makul değeri belirlemede çarpanlar arasında bir fark görülmediğinden yöntemlere eşit ağırlık verilmiştir. Sonuçta benzer şirketlerin ortalama çarpanlarından hareketle **47,780,252 tahmini piyasa değerine ulaşılmıştır.** (Detaylar için Ek III'e bakınız)

9.2.3. Defter Değeri

Tanım

Defter değeri yaklaşımı (bilanço yaklaşımı da denilmektedir) bilançodan sağlanan muhasebe bilgilerini kullanarak şirketin net varlıklarını (varlıklar - yükümlülükler) değerlemek olarak tanımlanabilir. Bu yaklaşımda şirketin değerinin net varlıkların değerlendirme tarihindeki defter değerine eşit olduğu varsayımı yapılmaktadır.

Defter değeri yaklaşımında, şirket değeri aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.

Defter Değeri= Toplam Varlık Değeri-Toplam Yükümlülük Değeri

Defter değeri yaklaşımının temel zayıflığı, bilançoda raporlanan varlıkların ve yükümlülüklerin defter değerlerinin gerçeğe uygun değerlerine eşit olmamasıdır (Ledereich ve Siegel, 1990, s.19)⁷. Varlıklar ve yükümlülükler tarihi maliyetleriyle bilançoda raporlanmakta ve şirketin entellektüel sermayesi gibi bazı varlıkları bilançoda gösterilmediği için şirketlerin defter değerleri genellikle piyasa değerlerinden farklılaşmaktadır.

9.2.3.1. Defter Değeri Sonucu

2016 yılsonu mali verileri dikkate alınarak Sumaş'ın defter değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

⁷ LEDEREICH, Leonard.; SIEGEL, Joel G. (1990). What's a Business Worth? Valuation Methods for Accountants, The National Public Accountant, Volume 35, February 1990.

Defter Değeri = Toplam Varlık Değeri-Toplam Yükümlülük Değeri
= 19,428,511 TL- 9,721,380 TL
= 9,707,131 TL

Sonuçta yapmış olduğumuz hesaplamalar sonucunda Defter Değeri yaklaşımına göre Sumaş için 9,707,131 TL şirket değeri hesaplanmıştır.

9.2.4. Değerleme Sonucu

Sumaş Şirketinin değerlemesinde, sektörün, faaliyetlerin ve şirketin yapısına göre üç farklı yöntem kullanılmıştır.

Kullanılan yöntemlerden ilki olan indirgenmiş nakit akımları (İNA), gelecekteki büyüme ve risk faktörlerini gözönünde bulunduran bir yöntemdir. İNA'ya göre Şirketin tahmini piyasa değeri 43,625,091 TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 21-1 : Sumaş Değerleme Sonucu

Değerleme Sonucu			Bin TL
Yöntem	Değer	Tartı	Değere Katkı
İndirgenmiş Nakit Akımları	43,625	50.0%	21,813
Göreceli Değerleme	47,780	25.0%	11,945
Defter Değeri	9,707	25.0%	2,427
Tahmini Piyasa Değeri			36,184

Değerlemede kullandığımız ikinci yöntem göreceli değerlendirme yöntemidir. Bu yöntem değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut piyasa koşullarını en iyi yansıtan yöntemdir. Hali hazırda halka açık, ikincil piyasada hisse senetlerinde alım-satım işlemi yapılabilen şirketlere göre Şirketin değeri hesaplanmıştır. **Bu yöntemle göre tahmini piyasa değeri 47,780,252 TL olarak hesaplanmıştır.**

Değerlemede kullandığımız üçüncü yöntem ise defter değeri yöntemidir. Bu yöntem şirketin kayıtlı değerlerini esas almaktadır. **Defter değeri yöntemine göre ulaşılan tahmini şirket değeri 9,707,131 TL'dir.**

Sumaş'ın tahmini piyasa değerine ulaşmak için İndirgenmiş Nakit Akımlarına(İNA) %50, Göreceli Değerlemeye (GD) %25 ve Defter Değerine %25 ağırlık verilmiş **ve 36,184,391 TL'lik tahmini piyasa değeri hesaplanmıştır.** İNA yöntemine, şirketin faaliyetlerinin ve mevcut koşullarının değere katkısını daha iyi yansıtan bir yöntem olduğu için, diğer yaklaşımlara göre daha yüksek bir ağırlık verilmiştir. Göreceli değerlendirme ve defter değeri yöntemlerine ise eşit ağırlık (% 25) verilmiş ve şirket değeri bu yaklaşımla belirlenmiştir. **Kanaatimizce, bulunan bu hisse fiyatı adil ve makuldür.**

EKLER

- EK I- Sumaş Suni Tahta ve Mobilya San. A.Ş. Tarihsel Bilançosu
EK II- Sumaş Suni Tahta ve Mobilya San. A.Ş. Tarihsel Gelir Tablosu
EK III-Sumaş Suni Tahta ve Mobilya San. A.Ş.'nın Göreceli Değerlemeye Göre Değeri
EK IV-Sumaş Suni Tahta ve Mobilya San. A.Ş.'nın İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değeri
EKV- Benzer Şirket Bilgileri

CPA-TURK
Bağımsız Denetim
Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.

CPATURK BAĞIMSIZ
DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞ. A.Ş.
Recepapaşa Cad. No:18/3
Taksim - Beyoğlu - İstanbul
Beyoğlu V.D.: 2150253769
T: +90 212 255 02 15
F: +90 212 255 02 17

EK I:Sumaş Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.Tarihsel Bilançosu (TL)

BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ FINANSAL DURUM TABLOSU

(Tüm tutarlar, TL olarak gösterilmiştir)

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	2016/06	2017/06
VARLIKLAR					
Dönen Varlıklar					
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.300.806	2.723.630	4.493.569	2.895.450	7.636.817
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	3.125.688	4.139.819	3.476.010	3.601.733	1.859.776
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	1.481.544	0	3.476.010	0	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	1.644.144	4.139.819	0	0	0
Diğer Alacaklar	0	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	0	0	0	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	0	0	0	0	0
Türev Araçlar	0	0	0	0	0
Stoklar	2.787.426	2.711.365	4.374.254	4.339.094	3.426.005
Peşin Ödenmiş Giderler	48.116	293.418	79.340	249.766	497.912
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	113.031	98.155	82.120	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	0	0	0	108.292	40.258
ARA TOPLAM	8.375.067	9.966.387	12.505.293	11.194.335	13.460.768
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar, Durdurulmuş Varlıklar	0	0	0	0	0
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	8.375.067	9.966.387	12.505.293	11.194.335	13.460.768
Duran Varlıklar					
Finansal Yatırımlar	70.116	70.116	70.116	70.116	70.116
Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0
Diğer Alacaklar	99	14.549	10.949	13.749	99
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	14.450	0	0	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	99	99	10.949	0	99
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	3.477.351	5.021.085	5.312.001	4.890.811	5.303.503
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	86.582	14.515	13.717	14.621	15.306
Peşin Ödenmiş Giderler	26.040	27.814	26.700	898	839
Ertelemiş Vergi Varlığı	385.155	399.189	508.038	497.795	577.880
Diğer Duran Varlıklar	99150	0	0	0	0
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	4.144.493	5.547.268	5.941.521	5.487.990	5.967.743
TOPLAM VARLIKLAR	12.519.560	15.513.655	18.446.814	16.682.325	19.428.511

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	2016/06	2017/06
KAYNAKLAR					
Kısa Vadeli Yükümlülükler					
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.001	579.066	968.425	627.998	0
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	0	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	1.784.617	2.980.894	2.181.968	2.424.840	2.125.949
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	0	34.982	138.949	138.949	91.111
İlişkili Taraflara Olmayan Ticari Borçlar	1.784.617	2.945.912	2.043.019	2.285.891	2.034.838
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	0	144.387	315.751	198.535	152.364
Diğer Borçlar	821.119	732.131	752.794	464.585	215.609
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	821.119	732.131	752.794	464.585	0
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	0	0	0	0	0
Ertelemiş Gelirler	0	2.816.389	4.284.339	3.217.635	4.853.342
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0	0
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	4.265.860	7.577.336	8.776.385	7.291.889	7.821.159
Uzun Vadeli Yükümlülükler					
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	0	0	0	0	0
Diğer Borçlar	0	0	0	0	0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	1.228.874	1.372.693	1.552.502	1.584.289	1.900.221
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Borçlar	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0	0	0	0
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.237.025	1.380.844	1.552.502	1.584.289	1.900.221
ÖZKAYNAKLAR					
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar					
Ödenmiş Sermaye	6.224.400	6.224.400	6.224.400	6.224.400	6.224.400
Sermaye Düzeltme Farkları	0	0	0	0	0
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)	0	0	0	0	0
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	0	0	0	0	0
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birlikte Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	0	0	0	0	0
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	0	0	0	0	0
Diğer Kazanç/Kayıpları	0	0	0	0	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0	0	0	0	0
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	-622.942	-501.893	-454.101	417.315	1.279.351
Net Dönem Karı/Zararı	2.633.978	1.038.799	2.476.030	1.313.205	1.795.755
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	0	0	0	0
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	7.016.675	6.555.475	8.117.927	7.806.146	9.707.131
TOPLAM KAYNAKLAR	12.519.560	15.513.655	18.446.814	16.682.324	19.428.511

CPA TURK BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞ. A.Ş.
Recep Paşa Cad. No:18/3
Taksim - Beyoğlu - İstanbul
Beyoğlu V.D. 2150253769
T: +90 212 255 02 15
F: +90 212 255 02 17

EK II:Sumaş Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.Tarihsel Gelir Tablosu (TL)

BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ
(Tüm tutarlar, TL olarak gösterilmiştir)

GELİR TABLOSU	01.01.2014- 31.12.2014	01.01.2015- 31.12.2015	01.01.2016- 31.12.2016	2016/06	2017/06	Son12Ay
Hasılat	22.441.393	24.907.236	27.942.072	13.963.941	16.614.397	30.592.528
Satışların Maliyeti (-)	-16.951.543	-21.252.892	-22.545.210	-11.143.363	-13.252.851	-24.654.698
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar/Zarar	5.489.850	3.654.344	5.396.862	2.820.578	3.361.546	5.937.830
BRÜT KAR/ZARAR	5.489.850	3.654.344	5.396.862	2.820.578	3.361.546	5.937.830
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.067.415	-1.388.304	-1.305.369	-649.357	-743.354	-1.399.366
Pazarlama Giderleri (-)	-533.420	-707.376	-642.293	-323.511	-337.666	-656.448
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0	0	0	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	614.941	425.999	330.430	66.954	40.055	303.531
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-1.069.608	-501.863	-332.987	-68.118	-5.992	-270.861
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	3.434.348	1.482.800	3.446.643	1.846.546	2.314.589	3.914.686
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	49314	12796	47730	84.248
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	0	0	0	-63	-63
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar	0	0	0	0	0	0
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	3.434.348	1.482.800	3.495.957	1.859.342	2.362.256	3.998.871
Finansman Gelirleri	0	303.830	142.393	152.384	126.349	116.358
Finansman Giderleri (-)	-88.799	-480.332	-613.362	-444.725	-248.009	-416.646
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	3.345.549	1.306.298	3.024.988	1.567.001	2.240.596	3.698.583
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-711.571	-267.499	-548.958	-253.796	-444.841	-740.003
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-757.530	-281.534	-655.417	-344.919	-463.045	-773.543
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	45.959	14.035	106.459	91.123	18.204	33.540
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	2.633.978	1.038.799	2.476.030	1.313.205	1.795.755	2.958.580
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	0	0	0	0	0	0
DÖNEM KARI/ZARARI	2.633.978	1.038.799	2.476.030	1.313.205	1.795.755	2.958.580

EK III:Sumaş Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.'nin Göreceli Değerlemeye Göre Değeri

GÖRECELİ DEĞERLEMeye GÖRE TAHMİNİ PİYASA DEĞERİ					
21.8.2017					
Firma**	Ülke	FDFAVÖK	FK	F/S	FDS
Eucatex SA Industria e Comercio Pfd	Brezilya	3,59x	5,01x	0,15x	M/D
Infodema S. A.	Şili	A/D	16,42x	0,26x	M/D
Priceworth International Bhd.	Malezya	8,62x	A/D	1,25x	M/D
PT SLJ Global Tbk	Endonezya	24,63x	A/D	1,10x	M/D
PT Tirta Mahakam Resources Tbk	Endonezya	17,37x	4,36x	0,14x	M/D
Fujian Yongan Forestry (Group) Co., Ltd. Class	Çin	A/D	36,66x	3,17x	M/D
Greenheart Group Limited	Hong Kong	13,78x	A/D	2,43x	M/D
Cymao Holdings Bhd.	Malezya	M/D	M/D	0,24x	M/D
Manufacture de Panneaux Bois du Sud SA	Tunus	6,44x	12,86x	0,44x	M/D
Archidply Industries Ltd	Hindistan	M/D	29,36x	0,72x	M/D
Ambition Mica Ltd	Hindistan	M/D	32,47x	1,24x	M/D
China Wood Optimization Holding Ltd	Çin	M/D	26,37x	3,80x	M/D
Stylam Industries Ltd	Hindistan	M/D	29,75x	1,95x	M/D
York Timber Holdings Ltd	Güney Afrika	M/D	3,64x	0,47x	M/D
Alkim Kağıt	Türkiye	7,20x	7,90x	M/D	1,20x
Bak Ambalaj	Türkiye	6,70x	12,60x	M/D	0,90x
Kaplamin	Türkiye	9,60x	33,10x	M/D	0,80x
Kartonsan	Türkiye	27,90x	A/D	M/D	2,50x
Olmaksa	Türkiye	A/D	A/D	M/D	0,60x
Orma Orman Ürünleri	Türkiye	22,10x	A/D	M/D	1,20x
Tire Kutsan	Türkiye	16,50x	27,40x	M/D	0,90x
Viking Kağıt	Türkiye	9,10x	A/D	M/D	0,70x
Ortalama (Medyan)		9,60x	21,40x	0,91x	0,90x
Finansal Veriler					
	Son12Ay				
Net Dönem Karı	2.958.580				
Operasyonel FAVÖK*	4.260.466				
Net Borç Pozisyonu	-7.636.817				
Net Satış	30.592.528				
BENZER ŞİRKETLERE GÖRE DEĞER					
Yöntemlere Göre Tahmini Değer	Ağırlık	Tahmini Değer	Değere Katkı		
FS Oranı	16,7%	27.839.200	4.639.867		
FK Oranı	33,3%	63.298.819	21.099.606		
FDFAVÖK Oranı	33,3%	48.537.291	16.179.097		
FDS Oranı	16,7%	35.170.092	5.861.682		
Tahmini Piyasa Değeri			47.780.252		

*Operasyonel Olmayan Olağandışı Gelirler FAVÖK Hesaplamasında Çıkarılmıştır.

**Kaynak www.capitalcube.com (https://online.capitalcube.com/#/industry/Forest%20Products) ve www.isyatirim.com.tr

***A/D: Anlamli Değil, M/D:Mevcut Değil

CPA TURK
BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞ. A.Ş.
 Receppeşa Cad. No:18/3
 Taksim - Beğoğlu - İstanbul
 Beyoğlu V.D.: 2150253769
 T: +90 212 255 02 15
 F: +90 212 255 02 17

EK IV:Sumaş Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.'nin İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değeri (TL)

FİRMAYA OLAN SERBEST NAKİT AKIMLARI (FSNA)												
(Bin TL)	Son12Ay	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl	TV
Satışlardaki Büyüme Oranı(%)		13.64%	11.78%	10.75%	9.71%	8.67%	7.64%	6.61%	6.10%	6.10%	5.07%	4.00%
SATIŞ HASILATI	30,593	34,766	38,862	43,037	47,216	51,312	55,234	58,887	62,477	66,287	69,648	72,434
SATILAN MALIN MALİYETİ	24,655	28,018	31,319	34,684	38,052	41,353	44,514	47,457	50,351	53,421	56,130	
BRÜT KAR	5,938	6,748	7,543	8,353	9,164	9,959	10,721	11,430	12,126	12,866	13,518	
Brüt Kar Marjı (%)	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%
FAALİYET GİDER ve GELİRLERİ	-2,136	-2,428	-2,714	-3,005	-3,297	-3,583	-3,857	-4,112	-4,362	-4,629	-4,863	
ARGE Giderleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid.	-656	-746	-834	-923	-1,013	-1,101	-1,185	-1,264	-1,341	-1,422	-1,494	
Genel Yönetim Giderleri	-1,399	-1,590	-1,778	-1,969	-2,160	-2,347	-2,527	-2,694	-2,858	-3,032	-3,186	
DiğerEsas FaaliyetGelir/Gider*	-80	-91	-102	-113	-124	-135	-145	-155	-164	-174	-183	
ESAS FAALİYET KARI (EFK)	3,802	4,320	4,829	5,348	5,868	6,377	6,864	7,318	7,764	8,237	8,655	9,001
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%
Vergi		907	1,062	1,177	1,232	1,275	1,373	1,464	1,553	1,647	1,731	1,800
EFK(1-t)		3,413	3,767	4,172	4,635	5,101	5,491	5,854	6,211	6,590	6,924	7,201
+ Amortisman-Sermaye Harcamaları		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- İşletme Sermayesi Değişimi		272	267	273	273	267	256	238	234	249	219	228
FSNA		3,686	4,034	4,444	4,908	5,369	5,747	6,093	6,446	6,839	7,143	7,429
FSNA'nın Bugünkü Değeri		3,508	1,829	1,864	1,896	1,902	1,859	1,792	1,717	1,643	1,543	19,554
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri												14,914
Firmanın Faaliyet Varlıklarının Değeri												34,468
+Nakit Mevcudu												7,637
+Faaliyet Dışı Varlık												1,520
Firma Değeri												43,625
-Finansal Borçlar												0
Özkaynakların Tahmini Piyasa Değeri												43,625

*Operasyonel Olmayan Gelir ve Gider Kalemleri Hesaplamada Dışarıda Bırakılmıştır.

CPA BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞ. A.Ş.
 Recepçapa Cad. No:18/3
 Taksim - Beyoğlu - İstanbul
 Beyoğlu V.D.: 2150253769
 T: +90 212 255 02 15
 F: +90 212 255 02 17

EKV : Benzer Şirket Bilgileri

Eucatex SA Industria e Comercio Pfd

Eucatex S.A. Indústria e Comércio, Brezilya'da ve uluslararası alanda, tavan ve izolasyon malzemeleri üretmekte ve pazarlamaktadır. Laminat zeminler, vinil döşeme ürünleri, süpürgelikler, boyalar, duvar bölmeleri, kapılar, MDF ve MDP panelleri, sunta levhaları ve yüksek yoğunluklu sunta kağıtları sağlar. Şirket ayrıca klonlanmış okaliptüs fidanları üretiyor. Eucatex S.A. Indústria e Comércio, 1951'de kurulmuş olup merkezi Brezilya'nın Sao Paulo şehrinde bulunmaktadır.

Infodema S.A.

Infodema S.A, Şili'de kontrplak ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Şirket müşterilerine ince terciados, üçüncül kalıplama, MDO, oluklu üçüncül, kalın dış kontrplak ve yapısal kontrplak sunmaktadır. Şirket ayrıca inşaat ve mimari sektörler için kontrplak sağlıyor. Infodema S.A, 1942 yılında kurulmuş ve Şili, Santiago merkezlidir.

Priceworth International Bhd.

Priceworth International Berhad, bir yatırım holding şirketidir. Şirket, iştirakleri vasıtasıyla, işlenmiş ahşap ürünleri üretmekte ve satmakta, kereste dağıtımı ve ticareti yapmakta, ahşap işleme hizmetleri ve kereste ekstraksiyonu yapmakta ve fırın kuru makinelerini kiralamaktadır. PWP ayrıca inşaat ve arazi geliştirme sözleşme hizmetleri sunmaktadır.

PT SLJ Global Tbk

PT SLJ Global Tbk öncelikli olarak kereste endüstrisinde faaliyet gösteren Endonezya merkezli bir şirkettir. Ürünleri arasında kütük, biçilmiş kereste, kontrplak, işlenmiş kontrplak ve orta yoğunlukta fiber levhalar (MDF) bulunur. Şirket, PT Karya Wijaya Sukses ve PT Essam Timber gibi yan kuruluşlarıyla birlikte bir takım doğal orman alanlarını yönetmektedir. Aynı zamanda iştirakleri PT Kalimantan Powerindo ve PT Suli Inti Resource ile enerji santrali işletme ve madencilik faaliyetlerinde bulunmaktadır.

PT Tirta Mahakam Resources Tbk

PT Tirta Mahakam Resources Tbk, zemin bazlı kontrplak ve alt ürünler konusunda uzmanlaşmış kontrplak ürün çeşitleri üretmekte ve satmaktadır. Şirketin ürünleri taban tabanı kontrplak, süslü ahşap ve çeşitli sert ağaç ürünleri içermektedir.

Fujian Yongan Forestry (Group) Joint-Stock Co.

Fujian Yongan Forestry (Group) Joint-Stock Co, Ltd Çin'de çeşitli orman ürünleri sunmaktadır. Şirketin birincil ürünleri ahşap, düşük / orta / yüksek yoğunluklu

sunta, mobilya, laminat parke, formaldehit ve yapıştırıcıları içermektedir. Ayrıca fidan sağlar; ve köknar, çam, okaliptus, sert ağaç ve diğer ahşap ürünler. Şirket 1994 yılında kurulmuş olup Yong'an, Çin merkezlidir.

Greenheart Group Ltd.

Greenheart Group Ltd., kütük hasat, kereste işleme, pazarlama ve kütük ve kereste ürünlerinin satışı ile uğraşmaktadır. Şirket, başta Çin olmak üzere dünyadaki diğer pazarlara sürdürülebilir ahşap elyafı tedarik etmektedir.

Cymao Holdings Berhad

Bir yatırım holding şirketi olan Cymao Holdings Berhad, Asya, Avrupa, Malezya, Amerika Birleşik Devletleri, Güney Batı Pasifik ve uluslararası alanda kaplama, kontrplak, dekoratif kontrplak ve pano ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Aynı zamanda, mermi iş alma hizmetleri sağladığı gibi, polyester kaplamalı kontrplak da üretmektedir. Şirket Sandakan, Malezya merkezli.

Manufacture de Panneaux Bois du Sud SA

Manufacture de Panneaux Bois du Sud SA, sunta ve ahşap ürünlerin üretimi ve satışı ile uğraşmaktadır. Kontrplak, tabaklar ve melamin paneli sunar. Firma ayrıca makine işleri de yapıyor. Şirket, 8 Ocak 1980'de Mustapha Sellami tarafından kuruldu ve merkez ofisi Tunus'un Sfax şehrinde dir.

Archidply Industries Ltd

Archidply Industries Ltd ahşap paneller ve dekoratif yüzey kaplama ürünlerinin geniş bir yelpazesini üretir ve pazarlar. Şirketin ürünleri arasında kontrplak, blok tahtaları ve floş kapılar, dekoratif laminatlar ve dekoratif kaplamalar bulunmaktadır.

Ambition Mica Ltd

Ambition Mica Limited, Hindistan'da iç mekan ve mimarlar için dekoratif laminatlar ve kapı derileri üretiyor ve satıyor. Laminatlarını Antik, Antik Aurum, Art Lam, Colourcore, Doğal Ahşap ve Lamart isimleri altında pazarlar; ve Beautique, Texas, Micro Touch, Door Touch ve Art Lam isimlerindeki kapılar. Şirket ayrıca ürünlerini ihraç etmektedir. Hırs Mica Limited, 2010 yılında kurulmuştur ve Ahmedabad, Hindistan merkezlidir.

China Wood Optimization Holding Ltd

Çin Wood Optimization(Holding) Limited, iştirakleri ile birlikte Çin Halk Cumhuriyeti'nde işlenmiş ahşap ürünleri işleme, işleme ve satmaktadır. Şirket, döşeme plakaları, kapılar ve mobilya üretimi için kullanılan işlenmiş ahşap paneller sunuyor; ahşap mobilya, kapı ve pencere çerçeveleri üretmek için kullanılan işlenmiş parmak ortak ahşap panellerin yanı sıra ahşap işleme prosedürü hizmetleri sunmaktadır. Kapı üreticileri ve yer döşemeleri üreticileri, mobilya üreticileri ve

ahşap panel toptancısı ile hizmet vermektedir. Şirket 2009 yılında kurulmuş olup merkezi Çin Halk Cumhuriyeti olan Handan'dır.

Stylam Industries Ltd

Stylam Industries Limited, başta Hindistan olmak üzere konut ve endüstriyel uygulamalar için laminat üretir ve satmaktadır. Şirket, STYLAM markası altında yüksek basınç, dekoratif, son şekillendirme ve antistatik laminatların yanı sıra kapı derileri, yapıştırıcılar, dış cephe kaplamaları ve döşeme tahtaları ve kabinler ve dolaplar sunmaktadır. Ayrıca, başta Avrupa, Uzak Doğu, Orta Doğu, Rusya ve Kuzey Amerika olmak üzere dünya çapında yaklaşık 60 ülkeye ürünlerini ihraç etmektedir. Şirket eskiden Golden laminates Ltd. olarak biliniyordu. Stylam Industries Limited, 1991 yılında kurulmuş ve Chandigarh, Hindistan merkezli bir şirkettir.

York Timber Holdings Limited

York Timber Holdings Limited, yan kuruluşlarıyla birlikte Güney Afrika'daki ticari ormancılık, yumuşak ağaç biçme tesisi, kontrplak imalatı ve kereste ticareti alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket üç bölümden oluşmaktadır: İşleme Tesisleri, Ormancılık ve Toptan Satış. Bir dizi yapısal ve endüstriyel biçilmiş kereste ürününü üretir ve satar; ve kontrplak kereste ürünleri. Buna ek olarak, şirketin üzerinde çam ve okalıptüs ağaçları yetiştiren Mpumalanga ilinde plantasyonlar bulunuyor. 93.998 hektar arazisine sahip. Şirket eski adı The York Timber Organisation Limited olarak anıldı ve adını Mayıs 2009'da York Timber Holdings Limited'e değiştirdi. York Timber Holdings Limited, 1916'da kuruldu ve Sabie, Güney Afrika merkezli.

Alkim Kağıt

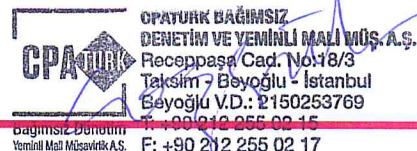
Alkim Kağıt Tesislerinde ofset yazı tabı, kuşe ve ofis kağıtları üretilmektedir.

Bak Ambalaj

Bak Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. 1973 yılından bu yana çeşitli sektörler için basılı, baskısız ve laminasyonlu esnek ambalaj çözümleri sunmaktadır. Şirket, ısı yalıtımlı kaplamalar ve vernikli esnek filmlerde rotogravür ve flekso baskı ve çözücü bazlı / solventsiz laminalı ürünler sunmaktadır.

Kaplamin

1976 yılında çok ortaklı bir şirket olarak kurulan Kaplamin Ambalaj, günümüze dek her alanda kendini sürekli geliştirerek sektörün önde gelen markaları arasında yerini almıştır. 80.000 ton oluklu mukavva üretim kapasitesi ile farklı sektörler için ambalaj malzemesi üretmekte ve Türkiye'nin önde gelen firmalarına ambalaj çözümleri sunmaktadır.



Kartonsan

Kartonsan, kağıt üretiminin devlet eliyle yürütüldüğü bir dönemde Türkiye'nin "ilk" özel kuşeli karton üreticisi olarak 1967 yılında kurulmuştur. 1970 yılında üretime başlayan Kartonsan, bugün üretim kapasitesi açısından Türkiye'nin lider Avrupa'nın ise dördüncü büyük kuşeli karton üreticisidir. 2015 yılı verilerine göre Kartonsan Türkiye kuşeli karton pazarında %31 pazar payına sahiptir.

Olmuksa

1968 yılından bu yana oluklu mukavva ambalaj sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket, Edirne ve Çorum'da kurulu kâğıt tesislerinin yanı sıra Gebze, İzmir, Adana, Bursa, Çorlu ve Çorum'daki oluklu mukavva üretimi ve depolama tesisleriyle Türkiye'nin tüm bölgelerinde yer alan müşterilerine hizmet sunmaktadır. 1998 yılında, dünyanın en büyük kâğıt ve ambalaj üreticisi olan International Paper'ın Şirket'e ortak olmasıyla, ürün çeşitliliği ve hizmet anlayışında önemli adımlar atılmıştır.

Orma

Orma, 1970 yılında Isparta'da şehir merkezine 4 km. mesafede 50 bin metrekarelik bir arazi üzerinde kurulmuştur.

İlk entegrasyonuna bir yonga levha ünitesi, bir doğal kaplama ünitesi ve kapalı plak üniteleri ile başlayan Orma, mobilya sektörünün ihtiyacına paralel olarak kendini yenilemiş ve bugün 454 bin metrekarelik bir arazi büyüklüğüne, 81 bin metrekarelik bir kapalı alana ulaşmıştır.

1970 yılında 150 m³/gün olan kapasite bugün 2.160 m³/gün'e ulaşmıştır. Orma üretim kompleksi, 81.200 m²'si kapalı olmak üzere, 454.000 m²'lik bir sahanın üzerinde yükselmektedir.

Tire Kutsan

Ana faaliyet konusu; oluklu mukavva kutu kağıt ve hurda kağıt üretimi ve satışlarıdır. Şirket 1974 yılında İzmir Tire'de kurulmuştur. 1991 yılından bu yana İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmektedir. 2007 yılının sonlarında dünya kağıt ve ambalaj sanayi sektörünün öncülerinden Mondi Group bünyesine katılmıştır.

Viking Kağıt

Şirket 1969 yılında İzmir'in Aliaga ilçesinde Türkiye'nin ilk özel kağıt fabrikası olarak kurulmuştur. 1971 yılında 13.500 ton/yıllık kapasitesi ile tek yüzü perdahlı sargılık, baskılık ve laminasyonluk kağıt üretimine başlamıştır.